

UNIVERSITÉ DE PARIS. — FACULTÉ DE DROIT

D U
Règlement Différentiel

DES

Marchés à terme dans les Bourses de Commerce

THÈSE POUR LE DOCTORAT

Présentée et soutenue le mercredi 1^{er} juin 1910, à 3 heures

PAR

Etienne LEDUC

LICENCIÉ ÈS LETTRES

DOCTEUR EN DROIT ÈS SCIENCES JURIDIQUES

AVOCAT A LA COUR D'APPEL

Président : M. THALLER
Suffragants : { MM. LYON-CAEN. } *professeurs*
 { CHAVEGRIN, }

PARIS

LIBRAIRIE NOUVELLE DE DROIT ET DE JURISPRUDENCE

ARTHUR ROUSSEAU, ÉDITEUR

14, RUE SOUFFLOT ET RUE TOULLIER, 13

1910

THÈSE
POUR LE DOCTORAT

La Faculté n'entend donner aucune approbation ni improbation aux opinions émises dans les thèses; ces opinions doivent être considérées comme propres à leurs auteurs.

UNIVERSITÉ DE PARIS. — FACULTÉ DE DROIT

D U

Règlement Différentiel

DES

Marchés à terme dans les Bourses de Commerce

THÈSE POUR LE DOCTORAT

L'ACTE PUBLIC SUR LES MATIÈRES CI-APRÈS

Sera soutenu le mercredi 1^{er} juin 1910, à 3 heures.

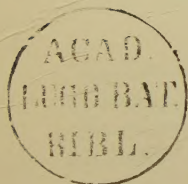
PAR

Etienne LEDUC

LICENCIÉ ÈS LETTRES

DOCTEUR EN DROIT ÈS SCIENCES JURIDIQUES

AVOCAT A LA COUR D'APPEL



Président : M. THALLER.

Suffragants : { MM. LYON-CAEN, } *professeurs*
 CHAVEGRIN, }

PARIS

LIBRAIRIE NOUVELLE DE DROIT ET DE JURISPRUDENCE

ARTHUR ROUSSEAU, ÉDITEUR

14, RUE SOUFFLOT ET RUE TOULLIER, 13

1910

AVANT-PROPOS (1)

L'idée directrice de ce travail nous a été donnée par M. le Professeur Thaller au cours des conférences d'agrégation tenues sous sa direction à la Faculté de droit de Paris en 1908-1909.

Il nous a semblé qu'il pouvait être intéressant de construire, d'après le cadre tracé par notre éminent maître, une théorie générale de la liquidation des marchés à terme de bourse. C'est ce que nous avons essayé de faire ici, avec des déféctuosités d'exécution que nous ne nous dissimulons pas et dont nous devons être seul rendu responsable.

(1) Nous n'avons pas cru devoir dresser en tête de ce travail de bibliographie systématique ; en effet, nous avons travaillé beaucoup plus d'après des textes ou d'après les données de la pratique que sur des livres. Mais nous citons en note au cours de notre étude les principaux ouvrages que nous avons consultés.

INTRODUCTION

I. — Dans toutes les bourses de commerce, bourses de marchandises ou bourses de valeurs, les opérations conclues se divisent en deux grandes catégories : les marchés au comptant et les marchés à terme.

La première retient moins que l'autre l'attention de ceux qui écrivent sur les bourses. Les marchés au comptant, aboutissant à la livraison immédiate des titres ou des denrées négociés, au paiement immédiat du prix stipulé, ne servent qu'à des opérations de placement, d'approvisionnement ou de réalisation, toutes opérations parfaitement semblables à celles qui pourraient être conclues en dehors des bourses entre deux commerçants ou deux capitalistes en relations d'affaires. Les règlements mêmes de bourse, conformément auxquels s'exécutent ces opérations, ne font guère que consacrer les solutions qui, de droit commun, leur seraient applicables.

Bien différemment se présente le marché à terme.

Une chose frappe tout d'abord : c'est l'énormité des transactions passées. Chaque jour à Paris, à Londres, à New-York, dans les grands ports, les ventes et les achats se

croisent fièvreusement. Des dizaines de milliers de titres, une bonne part de la récolte de café, de blé ou de coton du monde passent de mains en mains. En quelques semaines les quantités négociées dépassent l'ensemble des titres émis de certaines sociétés, ou l'ensemble des stocks existants en une denrée donnée. Ces transactions n'ont pas pour mesure les besoins réels d'approvisionnement ou de réalisation des capitalistes et des commerçants ; elles sont l'œuvre de la spéculation.

La spéculation, c'est-à-dire l'achat pour revendre et bénéficier d'une différence dans les cours, tel est donc le grand aliment du marché à terme dans les bourses ; les opérations à terme sont le moyen pour jouer sur certaines denrées de première nécessité ou sur les titres de grandes sociétés, comme d'autres jouent à la roulette ou sur un cheval de course.

Au point de vue économique, les inconvénients de la spéculation à terme sont nombreux. Ce qui attire tout d'abord l'attention, ce sont les résultats brutaux : des fortunes scandaleuses édifiées brusquement par un heureux coup d'audace, des krachs non moins scandaleux, où des richesses péniblement accumulées disparaissent en quelques instants.

Mais là ne se bornent pas les méfaits de la spéculation à terme. Elle aboutit, par des campagnes de hausse et de baisse savamment organisées, à la ruine de petits capitalistes qui avaient placé sans assez de prudence leurs économies. Elle provoque sur certaines denrées de première

nécessité des fluctuations de cours énormes qui ont leur répercussion sur tous les consommateurs, mais qui sont désastreuses surtout pour les producteurs ou pour les industriels, obligés, les premiers de céder leur récolte à un taux dérisoire, les autres de s'approvisionner à des prix ruineux.

Il reste à se demander si ces conséquences déplorables doivent faire perdre de vue les précieux services rendus par le marché à terme, au point d'en faire adopter une réglementation restrictive.

S'il peut parfois provoquer une crise dans les cours, le marché à terme travaille certainement d'une façon générale à les égaliser dans le temps et dans l'espace. Par l'étendue des transactions qu'il provoque, il permet seul l'émission en bloc de gros stocks de titres, ou la vente simultanée par tous les producteurs des denrées récoltées par eux, au moment même de cette récolte ; il donne à quiconque désire acheter ou vendre pour une somme considérable la certitude de trouver immédiatement une contre-partie ; il rend possible sans risques trop lourds le commerce d'importation ; il permet à l'industriel qui reçoit des commandes à terme de produits fabriqués de passer des marchés de couverture.

Il y a donc pour et contre la liberté du marché à terme de sérieux arguments économiques. De quel côté la balance doit-elle pencher ? C'est un point tout au moins douteux. De nombreux volumes ont été écrits sur la question, sans qu'on puisse dire qu'elle ait fait de grands pas. La France

en 1885 a adopté une législation favorable aux marchés à terme, et depuis plusieurs projets de loi en demandent au contraire une réglementation rigoureuse (1) ; l'Allemagne a promulgué en 1895 une loi draconienne contre la spéculation à terme (2) et il lui a fallu en 1908 revenir en arrière (3). Partout la question reste pendante (4) ; et peut-être

(1) Loi du 28 mars 1885 sur les marchés à terme.

Une violente campagne a été menée contre la liberté du marché à terme par M. Paisant dans des articles du *Journal de l'agriculture*, années 1895 et 1896, de la *Réforme sociale*, année 1897, de la *Revue d'économie politique*, année 1898 ; on y trouvera exposées toutes les critiques adressées au marché à terme du point de vue économique. Une proposition de loi Dron-Rajon, déposée en ce sens à la Chambre des députés, a fait l'objet d'un rapport de M. Dron dans la session de 1898 et de M. Honoré Leygue en 1901, *Journal officiel*, Chambre, *Annexes*, 1901, n° 2324, p. 1275 à 1292. Voir aussi l'interpellation de M. Mirman, provoquée par la crise du marché des laines, *Journal officiel* des 22 juin et 9 juillet 1900. Enfin, en dernier lieu, à la suite de la crise du marché des sucres de 1905, une commission extraparlamentaire a été nommée pour étudier les modifications à apporter au fonctionnement du marché à terme. Cette commission, dont le président était M. Millerand, ne s'est du reste pas réunie.

(2) Loi allemande du 22 juin 1896 sur les bourses, traduite dans l'*Annuaire de législation étrangère*, 1897, p. 96. — Cf. un commentaire de cette loi par M. Thaller dans le *Bulletin de la Société de législation comparée*, 1897, p. 130. Voir encore Sayous : *Les bourses allemandes de valeurs et de commerce*, thèse, Paris, 1898, et les développements de Cosack dans son *Traité de droit commercial*, traduction Mis, t. II, p. 190 et suiv. et spécialement p. 233 et suiv. Les travaux allemands antérieurs ou postérieurs à la promulgation de cette loi sont trop nombreux pour pouvoir être cités ici. On trouvera un bon résumé des résultats produits par l'application de cette loi dans Lescure, *Le marché à terme de bourse en Allemagne*, thèse, Bordeaux, 1908.

(3) Loi du 8 mai 1908. La traduction figurera dans l'*Annuaire de législation étrangère* de 1909. — Cf. Bernstein, *Das Börsenprivatrecht nach der Novelle von 1908* dans *Zeits. f. d. gesam. Hand.*, t. 62.

(4) Ainsi en Autriche une loi du 4 janvier 1903, *Annuaire de légis-*

est-elle trop complexe pour comporter une solution définitive, tant qu'on se place à un point de vue exclusivement économique. Suivant leur tempérament, suivant les intérêts qu'ils représentent, ceux qui écrivent sur les répercussions économiques du marché à terme viendront longtemps encore grossir tantôt la cohorte des anti-termistes et tantôt celle des défenseurs du marché à terme.

Le doute doit-il être le même sur le terrain juridique ? Les adversaires du marché à terme ont porté là aussi leurs efforts.

Toutes les opérations conclues dans les bourses, qu'elles soient au comptant ou à terme, se présentent sous un aspect identique ; toutes revêtent la forme de ventes. L'une des parties s'engage, en apparence tout au moins, à transférer à l'autre la propriété des choses vendues, titres de rentes, actions de sociétés, balles de coton, sacs de blé ou de café ; l'autre s'oblige en échange à payer le prix spécifié dans le contrat. Obligation de livrer la chose, obligation de payer le prix, tels sont bien les deux éléments nécessaires et suffisants pour qu'il y ait contrat de vente.

Tout le monde admet qu'ils sont bien réunis dans les marchés au comptant ; et ceux-ci sont, dans les bourses aussi

lation étrangère, 1904, p. 156, a réglementé restrictivement le marché à terme sur marchandises ; elle est même allée jusqu'à prohiber toute opération à terme sur les blés ou les produits de la meunerie. La loi antérieure du 1^{er} avril 1875 était au contraire libérale. — Cf. pour cette dernière loi, *Annuaire de législation étrangère*, 1876, p. 96

bien qu'en dehors des bourses, à l'abri des attaques. Mais il n'en est plus de même des marchés à terme. Pour un grand nombre de leurs adversaires, ceux-ci en général n'ont d'une vente que l'apparence ; l'obligation de livrer la chose vendue, comme l'obligation d'en payer le prix, sont fictives. Le seul rapport de droit existant entre les parties d'un marché à terme de bourse serait un pari sur la différence des cours.

Cette opinion avait rencontré devant les tribunaux français une grande faveur ; c'est la fameuse jurisprudence permettant d'écarter l'action en paiement de pertes de bourse par l'exception de jeu (1). Et cette jurisprudence était si solidement établie qu'une loi a été nécessaire pour décider en sens contraire qu'aucune exception ne pourrait être opposée à l'action en paiement des sommes dues en vertu d'opérations de bourse.

Mais ici il y a quelque motif de s'étonner. Si, pris en eux-mêmes, les marchés de bourse sont des opérations sérieuses, en quoi l'adjonction d'un terme peut-elle les vicier ? Un contrat ne prend pas une nature différente suivant qu'il est à terme ou au comptant. La légitimité d'une vente à livrer n'a jamais été contestée ; si le marché au comptant conclu en bourse est une vente, n'en est-il donc pas nécessairement de même du marché à terme ?

Si nous recherchons dans les arrêts antérieurs à 1885 les motifs de cette rigueur jurisprudentielle contre les marchés

(1) Cf. une revue très complète de cette jurisprudence dans Badon-Pascal, *Des marchés à terme*, 3^e éd., Paris, Marchal et Billard, 1877, notamment p. 119 et suiv. et 181 et suiv.

à terme de bourse, nous y voyons que les tribunaux se basent pour admettre l'exception de jeu sur la situation de fortune ou la profession de l'opérateur, sur la plus ou moins grande fréquence de ses négociations, sur la manière dont les marchés antérieurement conclus par lui ont été exécutés. Or il y a là quelque chose de tout à fait anormal. Aucun de ces arguments n'entre habituellement en ligne de compte dans l'appréciation de la validité d'une convention. Une vente est vente lorsqu'il y a réellement une chose vendue et un prix promis et que le vendeur s'est obligé à livrer cette chose et l'acheteur à payer ce prix ; il n'y a pas d'autre élément à considérer.

Mais est-il bien certain que ces obligations constitutives de la vente se retrouvent dans les marchés à terme de bourse ; les parties ont-elles réellement l'intention de s'obliger l'une à livrer, l'autre à payer ? Voilà ce que les tribunaux recherchent en réalité derrière toutes les questions, en apparence indifférentes à la validité des contrats, dont ils font dépendre leurs décisions.

Si en effet une partie des marchés à terme conclus en bourse aboutissent à un transfert de propriété des choses négociées et au paiement des sommes promises, la très grande majorité de ces opérations ne sont pas suivies d'exécution intégrale ; elles donnent lieu seulement à une liquidation différentielle. Le spéculateur en perte paye au spéculateur en gain une certaine somme d'argent et les obligations nées de la vente se trouvent ainsi éteintes. Le contrat synallagmatique de vente est donc exécuté par la

prestation unilatérale d'une somme d'argent qui n'est même pas le prix du contrat. Et l'on a pu dire sans exagération que cette exécution par paiement de différence était la caractéristique du marché à terme de bourse (1).

Là est aussi le secret des attaques dirigées contre lui, même du point de vue juridique. Cette différence, par le paiement de laquelle les marchés à terme sont liquidés, n'est-elle pas plutôt l'enjeu d'un pari que le résidu d'un prix de vente? C'est à elle que font allusion les textes de lois ou les décisions jurisprudentielles qui refusent une action en exécution des marchés à terme (2); c'est d'elle que parle aussi la loi française de 1885 quand elle proclame la validité de tous les marchés à terme de bourse, lors même qu'ils se résoudraient par le paiement d'une simple différence.

La validité des marchés de bourse à terme, quand ils aboutissent à une exécution effective, n'est en effet contestée

(1) Cf. Cosack, *Traité de Droit commercial*, traduction Mis, tome II, p. 236.

(2) Ainsi la jurisprudence suisse admet la nullité des opérations à terme liquidées différenciellement, en se basant sur l'article 512 du Code fédéral des obligations. De même en général la jurisprudence belge. — Cf. sur ce dernier point, Vercamer, *Etude historique et critique sur les jeux de bourse et les marchés à terme*, Bruxelles, 1903, et des décisions rapportées aux *Annales de droit commercial*, 1906, p. 249.

Dans le même sens restrictif et visant expressément le règlement différentiel, Code de commerce argentin de 1890, article 80, et Code de commerce portugais de 1880, article 356.

Au contraire la loi italienne du 13 septembre 1876 admet la validité des marchés de bourse à terme même liquidés différenciellement. De même l'article 13 de la loi autrichienne du 1^{er} avril 1875 refuse à l'opérateur en bourse l'exception de jeu basée sur ce que l'opération est liquidée différenciellement.

par personne. Mais lorsque les marchés à terme sont l'objet d'un règlement différentiel, étaient-ils réellement destinés à aboutir à une livraison et à un paiement ? Il le faut pourtant pour qu'ils puissent légitimement être qualifiés de ventes.

Or les spéculateurs se soucient fort peu de prendre livraison des marchandises qu'ils ont achetées et seraient généralement fort embarrassés pour livrer celles qu'ils ont vendues. Ils n'ont qu'une seule chose en vue, une hausse ou une baisse des cours, un gain à réaliser à la faveur des variations de la cote. Les titres ou les marchandises sur lesquels ils opèrent ne sont pour eux que l'instrument de leur spéculation. Si la variation des cours se produit dans le sens qu'ils avaient prévu, ils sont satisfaits ; ils toucheront une différence. S'ils se sont trompés, ils auront à la verser ; mais dans aucun cas ils ne livreront les choses vendues ou n'en prendront livraison. Le gros spéculateur, qui, par un coup de bourse heureux, gagne un million sur les cafés, n'a peut-être en sa possession que la petite provision nécessaire pour lui servir sa tasse bien chaude après chaque repas. Lorsqu'il est procédé, à la fin d'un mois, à la liquidation du stock énorme de transactions passées sur cette échéance, quelques chèques, représentant les différences perdues ou gagnées, circulent entre joueurs heureux ou malheureux ; mais les actions de mines d'or restent entre les mains de leurs détenteurs antérieurs ; les cotons attendent toujours dans les docks de Liverpool ou de Brême

le moment où ils seront, à la suite de ventes réelles, livrés aux filateurs du Lancashire ou des Vosges.

Ainsi se multiplient les opérations fictives entre acheteurs qui peuvent n'avoir pas les sommes nécessaires pour solder leurs achats, et vendeurs qui ne sont pas propriétaires des choses qu'ils vendent. Le paiement de différences suffit à tout régler.

Mais peut-on alors encore parler de vente ? N'y a-t-il pas plutôt un pari dont l'enjeu est la différence ?

Au point de vue économique, il y a spéculation. Mais la spéculation peut avoir été réalisée par différents moyens juridiques. Sans doute la vente, si vente il y a eu, n'a pas abouti à une livraison de la chose vendue et à un paiement du prix stipulé ; mais on oublie parfois un peu trop dans cette discussion que le paiement n'est pas l'unique mode d'extinction des obligations. De ce qu'un contrat n'a abouti qu'au versement d'une somme d'argent sensiblement inférieure au prix qui y était stipulé, on n'a pas le droit de conclure que ce contrat n'était pas une vente ; les obligations primitives, nées de la vente, ont pu être transformées par novation, compensation ou confusion en cette obligation unique de paiement d'une différence. Si cela est, on n'est pas en droit de parler de pari ; le contrat qualifié de vente par les parties est bien une vente.

La question essentielle qui se pose est donc de savoir si les usages de bourse dispensent en réalité les parties de l'exécution effective du marché qu'elles ont conclu, lorsque leur intention était dès l'abord de procéder à une liquida-

tion différentielle ? Si cela est, il est certain qu'il n'y a pas vente ; l'opération différentielle n'est qu'un simple pari. Si au contraire les deux parties d'un marché de bourse étaient à l'origine tenues d'exécuter effectivement les obligations réciproques souscrites par elles en qualité de vendeur et d'acheteur, peu importe la manière dont finalement seront réglés leurs engagements : le contrat qu'elles avaient conclu était bien une vente.

Qu'est-ce donc que cette liquidation différentielle ? D'où proviennent les différences payées en bourse ?

Qui dit différence implique nécessairement comparaison entre deux quantités ou entre deux prix. La différence pécuniaire, par le paiement de laquelle se liquident les opérations à terme conclues en bourse, ne peut donc résulter que de la comparaison entre le cours auquel a été conclue une vente en bourse et un cours ultérieur.

Mais cette comparaison peut se comprendre de deux manières : soit qu'on rapproche les prix auxquels ont été conclues effectivement deux opérations successives et inverses, soit qu'on compare seulement les cours cotés à deux époques différentes par la valeur négociée. Les deux hypothèses sont radicalement dissemblables.

La première suppose que celui qui a acheté une certaine quantité de marchandises passe postérieurement une vente de même objet (ou réciproquement que celui qui a passé une vente rachète ensuite les mêmes choses sur le même terme). Il serait donc, à s'en tenir à la lettre des contrats

conclus par lui, tenu de prendre livraison d'une main pour livrer de l'autre, et de payer d'un côté ce qu'il a touché de l'autre. La liquidation différentielle a ici pour but d'éviter un mouvement de marchandises et de fonds inutile ; elle tend à mettre l'opérateur en bourse dans la même situation dans laquelle il se trouverait après exécution effective et intégrale des deux marchés conclus par lui. Pour cela, il suffit qu'il paye (ou encaisse suivant les cas) la différence entre les prix auxquels ont été conclus successivement les deux marchés. Il n'en aura pas moins réellement contracté d'abord les obligations d'un acheteur, puis celles d'un vendeur. Seule, la mise en jeu d'un mécanisme juridique que nous aurons à déterminer, et qui du reste varie suivant les circonstances, l'a dispensé d'opérer livraison ; mais les choses vendues n'en ont pas moins été portées sur le marché ; il n'était pas certain, lorsque le premier marché a été conclu, qu'un contre-marché viendrait annuler les obligations qui en résultaient.

Il en est tout autrement dans la seconde des hypothèses que nous avons indiquées. Là, il y a seulement comparaison du cours auquel des marchandises avaient été soi-disant négociées, et du cours coté par les mêmes marchandises à une époque ultérieure. Le seul effet des contrats conclus a été, comme précédemment, le paiement de la différence par l'acheteur primitif, s'il y a eu baisse, par le vendeur primitif, s'il y a eu hausse. Mais jamais le soi-disant vendeur n'avait contracté l'obligation de livrer la chose vendue, ni le soi-disant acheteur celle de payer le prix promis (1).

(1) Voici un exemple, emprunté à la jurisprudence hollandaise, où

La différence de bourse a donc toujours été le seul objet du contrat ; sous la forme d'une vente se dissimulait un pari. Il y a eu comparaison entre les prix idéaux auxquels, à deux époques différentes, auraient pu être conclus une vente et un achat ; mais il n'y a eu, à aucune des deux époques, mise en vente effective des marchandises ; et rien ne prouve que cette vente aurait pu être réalisée aux cours atteints par les ventes sur les prix desquelles on s'est basé. Ici l'emploi par la partie perdante de l'exception de jeu prévue par l'article 1965 du Code civil peut être de mise.

Ce pari sur les fluctuations des cours, déguisé sous la forme apparente d'un contrat de vente, a été désigné sous le nom d'opération différentielle pure, pour le distinguer de l'opération différentielle de la première catégorie, qui aboutit bien aussi à un règlement différentiel, mais sans que le paiement d'une différence ait été l'objet primitif du contrat.

Montrons, par un exemple, toute la distance qui sépare les deux hypothèses.

Opération différentielle pure : X vend à Y, au cours de 23 francs le quintal, 1.000 quintaux de blé, livrables le mois suivant ; mais ils conviennent expressément que ni

apparaît très nettement cette absence d'obligation de livraison à la charge du soi-disant vendeur.

L'une des parties avait vendu à l'autre des fonds publics ; il était spécifié dans le contrat que l'acheteur n'était pas tenu de prendre livraison ; le vendeur s'engageait à revendre ces titres dans un délai déterminé sur l'ordre de cet acheteur, et à lui payer, le cas échéant, la différence entre les deux prix de vente. Sur refus d'exécution de ce vendeur, la Cour de cassation hollandaise lui donna gain de cause par un arrêt du 9 juin 1899, *Annales de droit commercial*, 1902, p. 65.

l'un ni l'autre n'aura d'action en exécution effective de la vente conclue. Si, le dernier jour du mois suivant, les cours se trouvent en hausse, X, le vendeur, sera tenu de payer la différence entre ce nouveau cours et celui pris pour base du contrat ; si, au contraire, le prix des blés a baissé, c'est Y, l'acheteur, qui paiera la différence calculée de la même manière. Supposons qu'au jour désigné le blé vaille 24 fr. le quintal : Y devra payer à X 2.000 francs, après quoi toutes les obligations existantes entre eux seront éteintes.

Il y a opération différentielle pure, c'est-à-dire en réalité pari et non pas vente (1).

Seconde hypothèse. C'est celle-là seule qui, en fait, se rencontre dans les bourses (2). X vend à Y 4.000 quintaux

(1) Parfois l'opération différentielle pure revêt une forme un peu plus compliquée sous laquelle son caractère fictif se dissimule au premier abord.

Ainsi, dans une espèce, deux spéculateurs, après avoir conclu au cours du jour une vente à terme de 4.200 sacs de farine, avaient immédiatement conclu une nouvelle vente, portant sur la même quantité de sacs et pour le même terme, mais où ils occupaient une position précisément inverse ; or le prix de cette seconde vente devait être déterminé par les cours cotés au jour de l'échéance. Il est évident qu'il y avait là simple pari sur la différence des cours, que les deux ventes successives étaient seulement destinées à donner une apparence réelle à l'opération entreprise et n'avaient à aucun moment engendré d'obligation de livraison. — Cf. Paris, 14 août 1847, D. 49. 2.215.

(2) Nous le démontrerons pour les bourses françaises en exposant le mécanisme de la liquidation différentielle telle qu'elle y est pratiquée. Mais l'opération différentielle pure n'est pas moins inconnue dans les bourses étrangères. — Cf. pour les bourses allemandes, Cosak, *Traité de droit commercial*, traduction Mis, t. II, p. 252, et de nombreuses monographies consacrées aux opérations différentielles, par exemple, Leist, *Die Differenzansprüche aus Börsengeschäften*, Arch.

de blé sur le mois suivant au cours de 23 francs le quintal, aux conditions habituelles de la bourse où le marché est conclu. Puis, quelques jours après, X rachète à Y 1.000 quintaux de blé de même catégorie sur la même échéance, aux mêmes conditions habituelles de bourse ; la dépréciation des cours fait que le prix stipulé dans ce nouveau contrat n'est plus que de 21 francs le quintal.

Ces deux ventes successives s'exécuteront, par suite des usages de bourse conformément auxquels elles sont conclues, de la même manière que l'opération différentielle pure précédemment mentionnée. Y paiera à X 2.000 francs ; après quoi toutes les obligations engendrées par les deux contrats de vente inverses seront éteintes.

Malgré leur identité de résultat, la différence entre les deux manières d'opérer apparaît aussitôt ; il est impossible de les réunir sous une même dénomination juridique. Au premier cas la différence encore indéterminée que les fluctuations des cours pouvaient faire apparaître à la charge de l'une ou de l'autre partie, était dès l'origine le seul objet du contrat ; c'était l'enjeu du pari conclu. Dans la seconde hypothèse, au contraire, les deux parties avaient bien à l'origine assumé les obligations normales d'un vendeur et d'un acheteur. Nulle obligation n'existait à leur charge de conclure avant l'échéance un nouveau contrat de même con-

f. d. ziv. Prax., t. 83, p. 153 et suiv. ; Spitzer, *Die Differenzgeschäfte und die neue Gerichtspraxis*, *Zeits. f. d. Priv. u. Öffentl. Recht d. Geg.*, t. 23, p. 80 et suiv. ; Trumpler, *Die Differenzgeschäfte nach dem bürgerlichen Gesetzbuch und nach dem Börsengesetz*, *Zeits. f. d. ges. Handr.*, t. 50, p. 388 et suiv.

tenu, dans lequel elles occuperaient une position précisément inverse ; et c'est ce second contrat qui, seul, permet la liquidation différentielle.

La revente pouvait être, dès l'origine, dans leur intention ; mais elle ne leur était pas imposée. Or l'intention ne concerne pas le juriste, tant qu'elle ne s'est pas traduite dans les faits ; les intentions peuvent changer, ou les circonstances ne pas se prêter à leur exécution. Une vente n'en est pas moins une vente parce que le vendeur avait l'intention de racheter ou l'acheteur de revendre, du moment que le contrat n'obligeait pas à ce rachat ou à cette revente. Il en est ainsi ici.

Jusqu'au moment où le second contrat inverse qui permet de dégager une différence entre les deux prix a été conclu, nul ne peut savoir si l'opération se liquidera différemment. La liquidation différentielle d'un marché de bourse est donc le résultat de la conclusion postérieure d'un contrat inverse, conclusion purement volontaire de la part de ses auteurs.

II. — Démontrer que tel est bien le caractère des opérations de bourse qui aboutissent à un règlement différentiel, étayer nos affirmations sur l'étude des conditions dans lesquelles se présente le marché à terme de bourse, tel sera l'objet de notre premier chapitre.

Nous y examinerons les contrats à terme au moment même où ils sont conclus en bourse ; nous chercherons à montrer que rien ne distingue ceux d'entre eux qui abouti-

ront à une exécution effective de ceux qui donneront lieu à un règlement différentiel, que les uns comme les autres présentent les caractères essentiels d'une vente, c'est-à-dire obligent le vendeur à livrer les choses vendues, l'acheteur à payer le prix stipulé. Tous les contrats à terme conclus en bourse doivent également aboutir en principe à une exécution de vendeur à acheteur ; mais, pour certains d'entre eux, un événement postérieur, la conclusion d'un nouveau contrat inverse par leurs auteurs, rend possible une liquidation différentielle. Cette liquidation résulte donc de la coexistence de deux opérations inverses ; mais elle n'est commandée ni par l'une, ni par l'autre, envisagées séparément.

Ce travail préliminaire fait, il nous faudra décrire le mécanisme de cette liquidation différentielle dans les diverses hypothèses où elle est en usage et analyser le processus juridique par lequel on y parvient. Ce sera l'objet des deux autres chapitres de notre travail :

Notre second chapitre traitera des cas où la liquidation différentielle se poursuit d'un commun accord entre les intéressés. Nous montrerons d'abord comment toutes les conditions dans lesquelles fonctionnent les marchés de bourse concourent à rendre cette liquidation facile, pourvu que deux contrats inverses aient été conclus par le même opérateur. Puis nous décrirons les opérations de liquidation et nous en rechercherons l'explication juridique successive-ment pour les bourses de valeurs et les bourses de marchandises.

Mais dans certains cas un opérateur en bourse qui n'a pris

position que dans un seul marché est cependant l'objet d'une liquidation différentielle, faute par lui d'exécuter à l'échéance les obligations qui lui incomberaient comme vendeur ou comme acheteur. C'est cette situation qui fera l'objet de notre troisième chapitre.

Au premier abord il semblerait qu'il y ait ici quelque chose de fictif dans les règles suivies. Un seul contrat en effet a été conclu par l'opérateur en bourse considéré ; s'il fait défaut, il ne peut donc légitimement être actionné en paiement d'une différence, mais seulement en exécution forcée ou en résolution du contrat (art. 1184, C. civ.).

La différence ici réclamée est en effet d'une tout autre nature que celle dégagée par la liquidation différentielle amiable. Sans doute elle n'est pas l'objet d'un calcul abstrait ; elle apparaît par comparaison du prix stipulé dans le contrat primitif et de celui obtenu dans un nouveau contrat de même objet, conclu dans des conditions que nous déterminerons. Mais la liquidation différentielle amiable n'était qu'un mode d'exécution abrégé, permettant d'arriver plus simplement au résultat qu'aurait produit en définitive l'exécution intégrale des deux contrats conclus. La liquidation différentielle forcée est au contraire un mode de liquidation des dommages-intérêts par celle des parties qui est en défaut, après la résolution du contrat à l'échéance provoquée par sa défaillance.

Au terme de notre étude, nous résumerons les résultats obtenus. Ni dans la manière dont ils sont conclus, ni dans la manière dont ils sont exécutés, les marchés à terme

conclus en bourse ne dérogent au droit commun des obligations. Si le résultat atteint par leurs auteurs peut être parfois un résultat de pur jeu, au point de vue juridique les moyens employés sont à l'abri de toute critique; les rapports entre les opérateurs ne cessent à aucun moment d'être des rapports normaux de vendeurs à acheteurs. Les lois restrictives que des considérations économiques ont pu parfois faire adopter, sont donc au point de vue juridique de véritables anomalies.

CHAPITRE PREMIER

DES CONTRATS A TERME CONCLUS EN BOURSE ENVISAGÉS EN
EUX-MÊMES INDÉPENDAMMENT DE LA MANIÈRE DONT ILS SONT
EXÉCUTÉS.

1. — Du contrat à terme conclu par un opérateur qui n'est pas engagé dans les liens d'un contrat antérieur inverse. — Ses caractères. — Est-il possible d'y voir un pari ?

Prenons le contrat à terme au moment où il est conclu en bourse. Son auteur n'a pas encore conclu pour la liquidation sur laquelle est faite la négociation d'autre opération portant sur les mêmes choses ; quelle sera la nature du contrat conclu par lui ? Est-ce une vente, c'est-à-dire une opération engendrant à sa charge l'obligation de livrer la chose vendue ou de payer le prix acheté, ou n'est-ce au contraire qu'un pari déguisé sous la forme d'une vente ? en ce dernier cas, qu'il soit vendeur ou acheteur, il ne pourra gagner ou perdre qu'une certaine somme d'argent, autre du reste que le prix auquel a été conclue la négociation.

Il nous faudra distinguer deux séries d'hypothèses bien différentes, suivant que celui qui entend négocier à terme, contracte directement avec celui qui lui servira de contre-partie, ou qu'il est obligé de passer par le ministère d'un intermédiaire, qui lui masquera sa contre-partie réelle.

C'est de cette seconde manière que les choses se présentent presque toujours dans les bourses de valeurs ; le contrat sans intermédiaire sera au contraire le plus fréquent dans les bourses de marchandises.

Occupons-nous d'abord du cas où le contrat à terme est conclu par l'entremise de mandataires.

I. — *Contrats à terme conclus par mandataires.*

Le type de ce contrat est le contrat conclu entre l'agent de change et ses clients (1).

Les bourses de valeurs en France vivent sous un régime de monopole. Les agents de change ont seuls le droit d'y procéder aux négociations des titres admis à la cote officielle. Le capitaliste désireux, par exemple, d'acheter 3.000 francs de rente française au cours de 96 francs, ne conclura donc pas personnellement un marché à la bourse ; il ira trouver un agent de change et lui confiera un ordre d'achat à un cours donné.

Le contrat n'est pas conclu par cela seul que l'agent de change se charge de l'ordre. L'agent de change, en effet, n'a

(1) A la bourse des valeurs les opérations sur valeurs non admises à la cote officielle seront de même conclues par l'intermédiaire des coulissiers, membres du syndicat des banquiers en valeurs à terme. De même à la bourse des marchandises ceux qui désirent opérer à terme, sans être membres des associations syndicales constituées pour chacun des produits traités à terme, devront remettre leurs ordres à un courtier membre de ces syndicats. — Cf. *infra*, p. 40 et la note.

Nous ne parlerons au texte que des rapports de l'agent de change avec ses clients ; mais tout ce que nous en disons pourrait être étendu à ces deux autres catégories de contrats à terme conclus en bourse par intermédiaires.

pas le droit de servir de contre-partie à son client ; il ne se porte pas vendeur des titres demandés. Il s'engage seulement à chercher un vendeur aux conditions indiquées. S'il ne trouve pas ce vendeur dans un certain délai, l'ordre de vente deviendra caduc. Il n'y a donc pas entre l'agent de change et son client de contrat de vente conclu, mais seulement le mandat conféré et accepté de chercher un vendeur de 3.000 francs de rente française à 96 francs.

L'agent de change ne s'abouche pas personnellement avec ce capitaliste vendeur (1) ; il porte l'ordre à la corbeille, où il conclut le marché avec un autre agent de change, agissant en qualité de mandataire d'un vendeur aux conditions voulues. Après avoir échangé une fiche constatant l'opération accomplie, les agents de change transmettent à leurs clients respectifs des bordereaux d'achat ou de vente, c'est-à-dire un avis d'exécution du mandat qui leur avait été donné. Tout cela est également vrai des marchés à terme et des marchés au comptant.

Toute opération effectuée par le ministère d'un agent de change comprend donc trois contrats distincts : contrat de mandat entre le client vendeur et son agent de change, contrat de mandat entre le client acheteur et son agent de change, contrat de vente entre les agents de change.

(1) Cependant, au cas où il recevrait en même temps d'un autre client un ordre exactement inverse, il pourrait conclure le contrat sans porter à la corbeille aucun des deux ordres reçus, par application de l'un de ses clients à l'autre. — Cf. *infra*, p. 39, note 1.

Il semblerait donc que des relations de vendeur à acheteur dussent unir les clients respectifs des agents de change. En réalité, il n'en est rien. D'une part, l'agent de change joue vis-à-vis de son client le rôle de commissionnaire ducroire ; il répond donc de l'exécution de la vente conclue par son intermédiaire, même au cas où la contre-partie qu'il a trouvée ne ferait pas honneur à ses engagements. D'autre part, les agents de change sont tenus au secret professionnel vis-à-vis de leurs clients ; ils ne doivent pas révéler les noms de ceux dont ils exécutent les ordres ; ils contractent donc en quelque sorte en leur propre nom, quoique ce ne soit pas pour eux-mêmes. Leurs obligations deviennent du jour de l'exécution de leur mandat absolument indépendantes de celles de leurs mandants ; aucun rapport de droit ne prend naissance ni entre les mandants, ni entre l'un des mandataires et le mandant de l'autre. Les quatre parties qui interviennent à la conclusion du contrat de vente, client acheteur, agent de change acheteur, agent de change vendeur, client vendeur, ne sont liées que deux par deux ; ont seuls une action l'un contre l'autre. d'une part, le client acheteur et son agent de change, d'autre part, le client vendeur et son agent de change, en troisième lieu les agents de change entre eux.

Ainsi, quoique, dans la rigueur du droit, il n'y ait de rapports de vente qu'entre les clients des agents de change, pratiquement, par suite des modalités qui affectent le contrat de vente conclu, tout se passe, dès l'instant où les deux agents de change ont exécuté leurs mandats, comme s'il y avait eu trois contrats de vente consécutifs. Les relations

juridiques de l'agent de change avec son client apparaissent donc plutôt, comme des rapports de vendeur à acheteur que rapports de mandataire à mandant.

Nous avons vu quel était, au point de vue extérieur, le fonctionnement du marché de bourse ; recherchons maintenant si ces opérations qualifiées de vente en présentent bien les caractères, ou si, au contraire, elles ne seraient pas viciées dans leur principe même, si quelque chose dans les circonstances dans lesquelles elles sont conclues ne viendrait pas révéler leur caractère fictif ?

On peut distinguer deux arguments principaux dans les critiques éparses dans les ouvrages de doctrine et dans les arrêts. Elles s'appuient d'abord sur l'intention des parties au moment de la conclusion du contrat à terme ; l'exécution purement différentielle serait, dès ce moment, décidée ; il serait donc impossible d'admettre qu'il y ait eu contrat de vente, c'est-à-dire un contrat engendrant essentiellement l'obligation de livrer une chose et celle de payer un prix.

Le second argument va plus loin encore : non seulement les parties n'auraient pas l'intention d'exécuter les obligations incombant à un vendeur et à un acheteur ; mais, quand même elles le voudraient, elles ne le pourraient pas. Elles ne seraient en mesure d'exécuter leurs obligations que par liquidation différentielle, c'est-à-dire en payant ou touchant la somme à laquelle se montent leur perte ou leur gain de jeu.

Reprenons successivement ces deux points ; développons les arguments fournis et voyons ce qu'il en faut penser.

A. — L'intention des parties au moment où elles concluent un marché à terme, ne serait pas de vendre et d'acheter. Dès ce moment le spéculateur est décidé à conclure avant l'échéance une contre-opération qui lui permettra de procéder à un règlement différentiel de ses divers ordres ; c'est donc en réalité cette différence, c'est-à-dire une somme minime par rapport au prix de la vente conclue en apparence, qui est l'objet du contrat conclu par lui. C'est elle que, suivant qu'il sera en gain ou en perte, il encaissera ou versera.

Mais l'agent de change n'ignore pas le but réel de son client. Généralement il a déjà procédé de la même manière pour ces clients à de nombreuses échéances antérieures : il connaît sa façon d'agir. Du reste la nature de la valeur négociée, le chiffre auquel monte l'opération par comparaison avec la fortune de son auteur, constituent de très sérieuses présomptions dans le sens d'une opération différentielle. L'agent de change sait si bien à quoi s'en tenir qu'il n'exigera pas de couverture du capitaliste qui emploie la voie du terme pour faire un placement ou réaliser une valeur, qu'il ne se chargera pas au contraire, sans le dépôt préalable d'une couverture, d'une opération de spéculation destinée à ne pas être exécutée effectivement.

Ainsi donc, au su du mandataire comme du mandant, certaines opérations sont, dès le principe même, des opérations fictives dont l'enjeu n'est qu'une certaine somme d'argent.

Toutes ces considérations sont fort exactes. L'intention

du spéculateur est en effet de ne toucher ou ne payer qu'une différence ; et l'agent de change sait le plus souvent, lorsqu'il exécute un ordre, s'il s'agit d'un placement ou d'une opération différentielle. Mais c'est à tort qu'on en voudrait conclure qu'il n'y a entre les parties qu'une opération de jeu. Qu'importent les projets que forment les parties au moment de la conclusion d'un contrat ? Un acheteur peut être, dès le moment où il conclut son achat, décidé à ne pas payer son vendeur : la vente sera résolue dans l'avenir ; elle n'en a pas moins existé dans le principe. Peu importe donc la façon dont le marché de bourse sera exécuté ; si ce marché, au moment où il est conclu, engendre bien à la charge du vendeur l'obligation de livrer la chose vendue, et à la charge de l'acheteur l'obligation d'en payer le prix, ce marché est une vente. L'intention des parties ne doit être prise en considération que si elle s'est traduite dans les faits, s'il y a pour le contractant à terme obligation de conclure la contre-opération qui lui permettra d'arriver à un règlement différentiel.

Or cela n'est pas ; cette intention est restée secrète chez ceux qui ont pu l'avoir ; en tout cas ils n'ont pas pris l'engagement formel de n'exécuter que par paiement de différences, et souvent une opération projetée différentielle sera suivie d'exécution effective.

Ce changement dans les projets de l'auteur d'un marché de bourse peut tenir à des causes multiples. Tantôt il résultera de fluctuations imprévues des cours, tantôt il viendra de ce qu'un spéculateur, disposant à l'improviste d'une certaine

somme d'argent, se décide à faire un placement. De toutes ces causes, n'en retenons qu'une, parce qu'elle est toute spéciale au fonctionnement des bourses.

Dans les bourses de valeurs, par suite de l'idée que les spéculations à la hausse favorisent le crédit public et doivent par suite être encouragées, on admet que l'acheteur jouit, par rapport au vendeur, d'une faveur exorbitante au droit de la vente : il peut, malgré le terme stipulé, exiger, en un moment quelconque, l'exécution anticipée du marché ; c'est ce qu'on appelle la faculté d'escompte (1). Or, l'acheteur

(1) Cf. décret du 7 octobre 1890, article 63. « L'acheteur a toujours la faculté de se faire livrer par anticipation, au moyen de l'escompte, les valeurs négociées... »

Il n'y a pas de règle analogue à la bourse des marchandises.

On a parfois voulu voir dans cette faculté d'escompte la preuve du caractère sérieux des ventes à terme conclues aux conditions de la bourse. Puisque le vendeur peut voir exercer contre lui à un moment quelconque la faculté d'escompte, n'est-ce pas la preuve de la réalité de l'obligation de livraison assumée par lui ? — Cf. en ce sens les arguments de l'agent de change Seronnet entre son client, le comte de Forbin-Janson, rapportés sous Cass., 4 août 1824, S. 24.1.409.

Mais l'argument, à notre avis, ne porte pas. La plupart du temps le vendeur n'est pas en mesure de livrer au moment où est exercée contre lui la faculté d'escompte ; mais il se rachète hâtivement et règle par différences. Nous en revenons par suite précisément au mode de liquidation qui provoque des doutes sur le caractère sérieux de la vente conclue.

Si la faculté d'escompte peut être invoquée à l'appui de leur thèse par ceux qui entendent voir dans les marchés à terme des ventes, c'est plutôt, comme nous l'indiquons au texte, lorsqu'on envisage le changement d'intention de l'acheteur. Mais nous n'insisterons pas non plus sur ce point de vue, parce que la faculté d'escompte est une règle anormale, nullement nécessaire d'ailleurs au fonctionnement du marché à terme.

qui exerce la faculté d'escompte n'est presque jamais un capitaliste désireux d'opérer un placement ; c'est un spéculateur qui avait l'intention de revendre avant le terme pour toucher une différence et qui ne profite de la faculté d'escompte que par une manœuvre destinée à lui permettre de revendre à des cours plus avantageux encore. En effet, son vendeur, qui ne s'est probablement pas encore couvert, sera obligé de se racheter immédiatement à tout prix ; et une nouvelle hausse résultera de ces rachats précipités. L'escompteur revendra alors avec un bénéfice accru les titres qu'il s'est fait préalablement livrer. L'usage de la faculté d'escompte implique donc non pas seulement exécution avant le terme, mais aussi exécution par livraison et paiement d'une opération qui, dans l'esprit de son auteur, était destinée à être liquidée différenciellement.

D'autre part, il est bien difficile d'admettre que les parties aient été, dès l'origine, d'accord pour procéder seulement à une liquidation différencielle ; les conditions dans lesquelles sont conclus les marchés de bourse s'y opposent. Le fait essentiel qui empêche d'y voir autre chose que des ventes, c'est la nécessité où se trouve l'agent de change d'exécuter à la corbeille l'ordre de son client. C'est seulement après qu'il a contracté avec un de ses confrères qu'il se trouve obligé vis-à-vis de ce client. Or par ce contrat à la corbeille sont intervenus comme parties, dans le contrat primitif entre l'agent de change et son donneur d'ordre, un autre agent de change, et le client qu'il représente.

Quel est ce client, quelles sont ses intentions ? L'agent

de change de la contre-partie ne le sait, puisque tous les contrats se concluent de la même façon à la corbeille, par l'échange d'une fiche constatant l'accord intervenu et ne portant pas le nom du donneur d'ordre pour lequel le marché est passé. Il n'y a donc même pas d'induction à tirer de la manière d'agir habituelle de ce client. Peu importerait peut-être, si tous les marchés à terme se réglaient différemment ; mais notre spéculateur peut avoir justement en face de lui un capitaliste désireux d'effectuer un placement et qui, à l'échéance, réclamera à son agent de change livraison des titres qu'il a achetés par son intermédiaire. Cet agent de change transmettra la même demande à son confrère, et celui-ci à son donneur d'ordre ; n'y aura-t-il pas alors action en exécution normale des obligations nées d'une vente ?

On nous répondra que notre spéculateur aura toujours à l'échéance conclu une autre opération, que, par conséquent, en vertu du système de liquidation admis, il n'exécutera pas personnellement, mais mettra son acheteur en rapports avec la contre-partie qu'il a eue dans le second contrat conclu ; il finira donc, même si son marché a été conclu avec une contre-partie désireuse d'exécution effective, par ne toucher ou ne payer qu'une différence. Mais ne voit-on pas que si l'auteur de deux opérations inverses, qui entend régler différemment sa situation, peut mettre en rapports en s'effaçant, les deux contre-parties qu'il a eues et qui prétendent, elles, exécuter effectivement, cela suppose nécessairement que ce spéculateur avait contracté des obli-

gations effectives ? Car si ses contre-parties peuvent bien accepter de changer de créancier ou de débiteur, elles n'assument évidemment pas l'une envers l'autre des obligations dont elles n'étaient pas tenues envers lui.

Peu important donc les intentions du spéculateur donneur d'ordre, intentions connues de son agent de change. Le contrat conclu à la corbeille par cet agent de change avec le mandataire d'un tiers inconnu est un contrat de vente ; et ce contrat est bien conforme au mandat qu'avait donné le spéculateur, puisqu'au reçu du bordereau constatant réalisation de la vente, il n'a pas protesté. Si la liquidation en usage à la bourse le dispense en définitive d'exécuter effectivement, ce ne peut être qu'en vertu de faits postérieurs.

Il n'en serait autrement que si le mandat confié à l'agent de change portait, en même temps que sur le marché primitif, sur un contre-marché à conclure à l'échéance. Mais on n'a jamais soutenu qu'il en fût ainsi. Du reste, à quelle époque, à quel cours serait conclu ce contre-marché ? Les solutions que peut, en dehors de l'exécution effective, recevoir un marché de bourse sont multiples : opération inverse conclue par l'intermédiaire du même agent de change, report, opération inverse conclue par l'intermédiaire d'un autre agent de change, sans parler de l'exécution en bourse à laquelle cet agent de change procédera si son client fait défaut. Lors de la conclusion du marché qui constitue le premier terme d'une opération de spéculation, il est encore impossible de savoir laquelle de ces solutions prévaudra.

B. — Mais ceux qui ne veulent voir dans les marchés à terme que des opérations fictives insisteront. Sans doute le spéculateur qui achète ou vend à terme ne donne pas du même coup à son agent de change mandat de revendre ou de racheter ; mais il n'en est pas moins certain que son opération aboutira à une liquidation différentielle. En effet, l'achat réel impliquerait paiement de sommes dont l'acheteur ne dispose pas ; la vente porte sur des titres que le vendeur ne possède pas et qu'il n'a pas les moyens d'acheter. La chose vendue, lorsqu'il y a vente, le prix, lorsqu'il y a achat, sont donc fictifs ; et l'agent de change est au courant de la situation. Non seulement par conséquent l'opération n'est pas destinée à être effectivement exécutée ; mais il serait même impossible qu'elle le soit, quand bien même les parties, changeant d'avis, se prendraient à désirer une exécution effective. C'est sur des considérations de ce genre que sont basés un grand nombre des arrêts rendus en France avant 1885.

Ici encore on invoque contre la validité des ventes à terme des arguments qui, de droit commun, ne seraient pas recevables. En quoi l'impossibilité où sont les parties, au moment de la conclusion d'un contrat à terme, d'exécuter les obligations qui ne sont assumées que pour ce terme, vicie-t-elle ces engagements ? Un créancier à terme qui, avant l'échéance, agirait en résolution du contrat, sous prétexte qu'à l'arrivée du terme son co-contractant ne sera pas en mesure de s'exécuter, se verrait infailliblement débouter, si, du reste, sa contre-partie n'a jusque-là manqué

en aucune façon à ses engagements ; la réussite de son action impliquerait, en effet, une déchéance du terme, que la loi n'admet que dans l'hypothèse de faillite. Or, tous les arguments tirés de la situation de fortune de l'opérateur, comparée au chiffre des opérations entreprises, ne tendent qu'à faire rejeter l'action en exécution du contrat, intentée par la partie prête à exécuter, sous prétexte que l'autre partie n'ayant jamais été en état d'exécuter, le contrat ne peut être considéré comme une vente.

Sans doute, si à l'échéance le spéculateur n'est pas en mesure d'exécuter, sa contre-partie pourrait demander la résolution du contrat et des dommages-intérêts. Mais c'est à ce moment seulement que son insolvabilité produira des effets. Et, même alors, elle ne lui confère aucun droit ; l'agent de change seul pourra l'invoquer pour se faire décharger des obligations qui lui incombaient et obtenir une juste indemnité.

Du reste l'argument que nous combattons a, lui aussi, le tort de ne pas tenir compte de la manière dont sont conclus les contrats en bourse. Aurait-il quelque valeur si l'agent de change servait de contre-partie à son client, qu'il la perd certainement du moment que l'agent de change ne conclut avec ce client qu'un contrat identique à celui qu'il a passé à la corbeille avec un confrère. Ce confrère et son client ne peuvent savoir si l'agent de change, mandataire de notre spéculateur, sera ou non en mesure d'exécuter à l'échéance. Et cette conclusion du contrat entre deux groupes d'opérateurs qui ignorent aussi bien leur situation que

leurs intentions réciproques, oblige nécessairement chacun des deux groupes à considérer comme réel le contrat de vente qui l'unit à l'autre.

Pour nous donc, tous les arguments à l'aide desquels on a prétendu démontrer qu'il n'y avait pas contrat de vente sont sans valeur ; ils tombent surtout devant ce fait que le contrat n'est pas conclu entre deux parties se connaissant l'une l'autre, mais entre les mandataires, tenus au secret, des deux contractants réels.

Cependant, puisqu'on a voulu voir dans les opérations de bourse des contrats de jeu, poussons plus loin, et, après avoir réfuté les objections que l'on adresse à la conception du marché à terme envisagé comme vente, voyons un peu si l'idée de jeu est inadmissible, entre quelles parties serait conclu ce contrat de jeu, et quel en avait été l'enjeu ?

1^o Il est impossible d'admettre qu'il y ait pari entre les mandants des agents de change, puisque ces mandants restent inconnus l'un à l'autre, qu'à aucun moment, pas même pour la liquidation, ils ne sont mis en rapports, et que l'un d'eux peut avoir en vue une livraison ou une prise de livraison effective, tandis que l'autre ne se préoccupe que d'une différence à gagner. Du reste, s'il y avait pari entre les donneurs d'ordre, c'est entre eux que, d'après un fait postérieur, serait réglé le résultat de ce pari. Or la détermination de la différence à payer ou à toucher par le spéculateur ne résulte que de la conclusion d'une contre-opération ; et il est très peu probable que son agent de change ait pour

contre-partie, au moment où il conclut cette contre-opération, l'agent de change avec qui il avait conclu le premier contrat ; en tout cas, il est tout à fait invraisemblable que cet agent de change, s'il l'a par hasard en face de lui, agisse au nom du même client.

Du reste à quoi servirait d'admettre théoriquement qu'il y a pari entre les donneurs d'ordre des deux agents de change, puisqu'en aucun cas ces donneurs d'ordre n'auront d'action que contre leur propre agent de change, seul connu d'eux ? Si le contrat à terme conclu en bourse par un opérateur qui n'a qu'un but spéculatif, et entend, grâce à un contre-marché, ne pas exécuter effectivement, est un contrat de jeu, c'est donc seulement entre ce spéculateur et l'agent de change qu'il a choisi pour mandataire que ce contrat de jeu peut être conclu.

2° Mais dans cette hypothèse aussi l'idée d'un pari se heurte à de véritables impossibilités. Nous ne parlons même pas des difficultés en présence desquelles on se trouvera pour déterminer dans chaque cas particulier s'il y a vente ou pari, puisque tous les marchés de boursé sont conclus dans une même forme. La jurisprudence est familiarisée avec ces subtilités ; elle se livrait dans chaque espèce, avant 1885, à une analyse minutieuse des circonstances de la cause, pour savoir si l'exception de jeu devait être ou non admise.

C'est la manière même dont fonctionne le marché de la bourse qui rend inadmissible l'idée de pari.

D'une part, s'il y avait pari entre l'agent de change et

son donneur d'ordre, le nouveau contrat fictif, nécessaire pour déterminer le gagnant du pari devrait, être évidemment conclu entre les parieurs primitifs. Or, il arrive fréquemment que le spéculateur fasse exécuter le contre-marché par un second agent de change ; et cette manière de procéder n'exclut pas, nous le verrons, la liquidation différentielle ; le décret de 1890 a même formellement admis le règlement différentiel des ordres inverses confiés par le même client à deux agents de change.

En second lieu, le pari conclu entre l'agent de change et son donneur d'ordre mettrait les parieurs dans une situation singulièrement inégale. L'agent de change est obligé d'accepter les ordres qui lui sont remis ; il n'en discute pas les conditions ; du moment qu'il trouve une contre-partie à la corbeille, il exécute le mandat qui lui a été conféré. Si, ce faisant, il parie, il pariera donc souvent contre ses propres prévisions ; parfois même ce sera lui qui aura suggéré à son client l'idée de l'opération à accomplir.

Si nous nous plaçons au moment de l'opération qui détermine le résultat du pari, la situation n'est pas moins singulière. Le donneur d'ordre choisit librement l'instant où il conclut une contre-opération ; or, c'est le cours auquel est conclue cette contre-opération qui détermine et le gagnant du pari, et le montant de la somme gagnée. L'agent de change est ainsi à la discrétion de son co-parieur. S'il y a jeu, à quelles singulières règles obéit ce jeu, où l'une des parties consent à ce que tous les atouts soient dans la main de l'autre !

Peu importe à l'agent de change, nous répondra-t-on,

puisque'il récupère ses pertes par l'exécution à la corbeille des marchés qu'il y a conclus pour son client ; l'agent de change n'a pas le droit de se porter personnellement contre-partie, et par là le résultat du pari engagé par son client lui devient indifférent.

Mais c'est précisément cette exécution des ordres de la clientèle à la corbeille qui condamne irrémédiablement l'idée de jeu. Jamais, en effet, l'exception de jeu n'a été invoquée par un agent de change contre un de ses collègues. Si les marchés de corbeille ont eux aussi un caractère fictif, leurs auteurs n'en profitent donc pas pour se dérober à leur exécution.

Or, lorsqu'on défend l'idée que les marchés à terme ne sont que des paris, c'est pour autoriser le donneur d'ordre en perte à opposer à son agent de change l'exception de jeu et à se dispenser ainsi soit de payer la différence dégagée à son détriment par ses deux opérations inverses, soit d'exécuter l'opération unique qu'il a pu conclure. Mais nous arrivons alors au résultat paradoxal suivant : dans les rapports de l'agent de change et de son client il y a jeu, et le client peut légitimement se refuser, en s'appuyant sur l'article 1965 du Code civil, à payer les pertes résultant pour lui de sa spéculation. Peu importerait à l'agent de change s'il avait servi de contre-partie à son client. Mais la loi le lui défend ; elle l'oblige à conclure à la corbeille un contrat correspondant au soi-disant ordre de vente qui lui avait été remis. Et l'agent de change est tenu d'exécuter effectivement ce dernier contrat, qu'il n'a conclu que comme mandataire d'un client contre lequel il est désarmé.

La jurisprudence n'a pas reculé devant cette conclusion. Un arrêt de cassation du 9 mai 1857 (1) constate que l'agent de change a bien effectivement payé et livré des titres en exécution des marchés conclus à la corbeille ; mais son client n'a pas eu ces titres entre les mains et a soldé seulement des différences ; la Cour en conclut que le sérieux des opérations de l'agent de change n'implique pas le sérieux des opérations de ses clients.

Singulière théorie, qui aurait rapidement conduit tous les agents de change à la ruine, si ceux-ci ne prenaient habituellement la précaution de se couvrir contre l'insolvabilité ou la mauvaise foi de leurs donneurs d'ordres, en exigeant d'eux le dépôt d'une couverture. Or la jurisprudence admet que la couverture constitue un paiement anticipé ; quand bien même, par conséquent, le contrat conclu entre l'agent de change et son client devrait être considéré comme un contrat de jeu, le client ne peut exiger répétition des sommes déposées à titre de couverture qu'autant qu'elles excèdent ses pertes. Par là, la théorie qui veut voir dans les marchés à terme de simples opérations de jeu est rendue la plupart du temps inoffensive.

C'est donc le fait que l'engagement de l'intermédiaire vis-à-vis du donneur d'ordre ne date pas de la conclusion d'un contrat de vente effectif entre cet intermédiaire et un tiers, qui nous amène, en logique comme en équité, à rejeter l'application qu'on a voulu faire de l'article 1965 aux marchés à terme conclus en bourse par intermédiaires. L'inter-

(1) D. 57. 4. 146.

médiaire n'est obligé vis-à-vis de chacun des opérateurs avec qui il est en rapports, que par suite des engagements pris par l'autre envers lui ; et d'autre part il joue le rôle d'un écran, masquant l'un à l'autre ses co-contractants (1). Il est impossible, dans ces conditions, de ne pas voir dans l'engagement pris par ses clients un engagement parfaitement valable, imposant à ceux-ci toutes les obligations habituelles d'un vendeur ou d'un acheteur.

Mais en sera-t-il de même des contrats à terme conclus en bourse sans intermédiaires, directement entre ceux-là mêmes qui spéculent pour leur propre compte ?

II. — *Contrats à terme conclus sans intermédiaires.*

C'est, avons-nous dit, dans les bourses de marchandises que ces contrats se rencontreront le plus fréquemment (2).

(1) Notre argumentation n'est-elle pas en défaut au cas où l'agent de change conclut le marché par application ? Si l'agent de change sait qu'aucune des parties qu'il applique l'une à l'autre n'a l'intention d'exécuter effectivement, la vente dont il notifie la conclusion à ses deux clients n'est-elle pas plus apparente que réelle ?

Ce serait une erreur de voir dans les marchés par application des marchés d'une autre nature que ceux exécutés à la corbeille. La conclusion d'un marché par application est le résultat de circonstances de fait ; mais jamais l'ordre remis à l'agent de change ne porte : marché à conclure par application ; et rien ne vient postérieurement révéler aux donneurs d'ordres la manière dont le marché a été conclu, ni dans le bordereau que lui envoie l'agent de change, ni plus tard lors de l'exécution de ses obligations. Le donneur d'ordre entend donc bien, en confiant à un agent de change une opération à exécuter, se soumettre aux conséquences résultant normalement d'un marché de corbeille. La conclusion du marché par application est purement occasionnelle et ne produit d'effets que vis-à-vis de l'agent de change.

(2) On en trouvera d'autres exemples dans le marché libre de la

Les habitués de ces bourses sont constitués en associations syndicales ; ainsi à Paris il y a cinq syndicats organisés : syndicat du commerce des blés, seigles et avoines, syndicat des farines fleur, syndicat des sucres, syndicat des huiles, syndicat des alcools. Comme les agents de change pour les valeurs cotées, les adhérents de ces syndicats ont le monopole des transactions à la bourse du commerce ; les non-syndiqués qui désireraient passer un marché devront donc recourir à leur intermédiaire. Mais aucune règle ne leur interdit d'opérer pour leur propre compte ; et c'est ce que font la plupart d'entre eux. L'adhésion au syndicat ne nécessite du reste qu'une cotisation annuelle minime, sous réserve d'un droit de contrôle de la commission élue par chaque syndicat (1).

Supposons donc un marché à terme passé entre deux adhérents du syndicat de leur profession, par exemple une vente sur fin prochain de 1.000 quintaux de blé à 23 francs le quintal. Vendeur et acheteur connaissent chacun le nom de sa contre-partie ; il se peut que tous deux soient des spéculateurs, connus comme tels, n'ayant l'un aucune oc-

bourse des valeurs. Les coulissiers qui détiennent le monopole de fait des opérations en valeurs non admises à la cote officielle ne se contentent pas d'exécuter les ordres de leurs clients ; ils opèrent aussi pour leur compte. Ils ne sont à ce sujet soumis à aucune interdiction analogue à celle imposée aux agents de change.

(1) Voir les règlements édictés par ces commissions syndicales : Règlement du syndicat du commerce des blé, seigle et avoine de Paris, adopté par l'assemblée générale du commerce le 24 mars 1899 ; règlement du marché des farines fleur du 1^{er} septembre 1904 ; règlement du marché d'huiles de mai 1905 ; règlement du marché des alcools de mai 1888.

casion de produire des blés, l'autre aucun moyen de les utiliser ; tous deux sont donc obligés, pour pouvoir exécuter, de conclure une contre-opération qui leur permette de régler leur contrat différentiellement. N'ont-ils pas plutôt parié sur la différence des cours que conclu un contrat de vente ?

Nous ne croyons pas qu'ici non plus la manière dont est organisé le marché du terme puisse permettre de voir dans ce contrat un pari.

Trois sortes d'ordres en effet seront apportés sur le marché ouvert à un produit donné. Les uns, comme celui que nous avons pris pour exemple, émanent de spéculateurs, contractant pour leur propre compte et décidés à ne pas exécuter par livraison et paiement du prix. D'autres proviennent d'opérateurs, contractant aussi pour leur propre compte, mais désireux de livrer ou de prendre livraison ; ce sont les producteurs, les consommateurs, les commerçants importateurs ou exportateurs. D'autres enfin émanent d'adhérents au marché, jouant l'office de commissionnaires, apportant les ordres de tiers qui veulent acheter ou vendre, et qui peuvent du reste avoir en vue soit une exécution effective, soit une liquidation différentielle, sans que cela puisse être connu des autres adhérents du marché.

Or tous ces ordres, identiques en la forme, sont, quel que soit le mobile qui guide leurs auteurs, des offres de conclure des contrats de même nature. Il en pourrait être autrement si l'offre de contracter n'était adressée qu'aux opérateurs animés des mêmes intentions, — soit exécution

effective, soit liquidation différentielle, -- que l'auteur de l'offre. Mais, comme l'offre crieée par l'agent de change à la corbeille, l'offre de contracter apportée sur le marché du terme des farines ou des sucres, est adressée au premier, quel qu'il soit, qui acceptera cette offre. Le spéculateur qui entend se liquider par contre-opération ne peut donc savoir, au moment où il va contracter, si sa contre-partie future ne lui demandera pas au contraire exécution effective. Dira-t-on qu'il en serait autrement si, au lieu de lancer une offre, il acceptait une offre déjà formée et dont il connaîtrait l'auteur comme ayant les mêmes intentions que lui ? Il y aurait là méconnaissance de la manière dont le marché à terme est organisé. Les contrats n'y sont pas conclus entre les opérateurs au gré de la fantaisie individuelle ; il est procédé à un appel des offres d'achat et de vente en partant d'un prix donné ; l'individualité des contractants disparaît ainsi momentanément, et des ententes accessoires aux marchés, pour en changer le sens apparent, deviennent impossibles.

Du reste à quoi servirait cette entente entre opérateurs, tendant à déguiser un simple pari sous les apparences de la vente conclue entre eux ? Certes les contractants n'entendent pas s'engager l'un envers l'autre à conclure ensemble la contre-opération qui permettra la liquidation différentielle ; ils prétendent garder la liberté de passer ce marché inverse quand il leur plaira et avec une contre-partie quelconque ; il faut donc bien que leur premier contrat soit soumis aux conditions générales qui régissent les mar-

chés à terme de la bourse du commerce. Par cela seul qu'une partie de ceux qui y contractent, fût-ce une minorité, entendent exécuter effectivement, et que tout le monde leur reconnaît sans contestation le droit d'exiger cette exécution, tous les opérateurs à terme assument les obligations qui résultent d'une vente ; ils s'engagent, s'ils sont vendeurs, à procurer à leurs acheteurs la livraison effective de la chose vendue, et, s'ils sont acheteurs, à procurer à leurs vendeurs le prix qu'ils leur ont promis.

§ 2. — De la contre-opération conclue par l'opérateur qui désire procéder à une liquidation différentielle.

Nous avons vu qu'il était impossible de ne pas reconnaître tous les caractères d'une vente au contrat à terme conclu en bourse par un opérateur qui n'avait pas conclu antérieurement un autre marché. Ne serait-ce pas alors au moment où le spéculateur conclut une contre-opération qu'apparaîtrait le caractère irréal du marché à terme ?

Remarquons que la nature du premier contrat n'en serait pas modifiée. Si ce contrat est bien une vente et s'exécute cependant comme un simple pari, ce ne peut être qu'en vertu d'une novation par changement d'objet ; les deux parties auraient consenti à substituer aux relations de vendeur à acheteur précédemment existantes entre elles, les obligations naturelles résultant d'un contrat de jeu. Et n'est-ce pas en effet au moment où le spéculateur conclut une contre-opération qu'apparaît seulement avec netteté le carac-

tère fictif de sa position en bourse ? Jusque-là il était tenu d'exécuter effectivement ; à partir de ce moment au contraire, nous verrons que les usages de la bourse le dispensent d'exécuter en nature pour lui permettre de procéder à une simple liquidation différentielle.

Quelque séduisante que puisse apparaître à première vue cette idée, elle est impossible à maintenir. Pour que la contre-opération pût changer la nature du contrat en vertu duquel un opérateur en bourse est tenu, il faudrait que quelque chose vînt révéler, au moment de la conclusion de cette contre-opération, que son auteur était déjà engagé dans les liens d'un contrat antérieur.

Or, il ne se produit rien de semblable ; rien n'indique, lorsqu'un marché à terme est conclu, s'il l'est pour la liquidation d'un contrat antérieur.

Dira-t-on qu'en réalité l'intermédiaire de bourse contracte pour son propre compte, qu'il est donc aisé de s'assurer si, vendeur, il avait précédemment acheté, ou réciproquement ? On se heurterait à cette difficulté que le second contrat n'est généralement pas conclu avec la même contre-partie que le premier. Or, si la contre-partie a changé, il est impossible d'admettre qu'il y ait novation du contrat primitif. Cette contre-partie peut vouloir, elle, une exécution effective ; et jamais elle ne procédera à une enquête pour savoir si la négociation de son co-contractant a pour unique but de lui permettre de liquider différentiellement une opération antérieure. Dans un marché ouvert, comme le marché à terme de bourse, il ne saurait donc être question de dis-

tinguer suivant que l'opération conclue est le premier terme d'une opération de spéculation, ou n'est au contraire qu'une opération de couverture, destinée à liquider l'opération engagée. Toutes les opérations conclues le sont dans des termes uniformes, sans que rien vienne révéler la situation antérieure des parties. Celles-ci sont dans l'ignorance de leurs intentions respectives ; elles sont donc obligées de se tenir prêtes à l'éventualité d'une exécution effective.

Au terme de cette étude préliminaire, voyons les résultats obtenus.

Nous nous proposons de démontrer que la liquidation différentielle en usage pour les contrats à terme conclus en bourse résulte uniquement de l'application à l'exécution de contrats de vente des principes généraux établis par le Code civil pour l'extinction des obligations.

Pour cela il nous fallait d'abord prouver que les marchés à terme conclus dans les bourses sont toujours des contrats de vente, quel que soit le mode d'exécution qui doive être employé pour leur règlement. C'est ce que nous avons cherché à faire dans ce premier chapitre. Nous sommes partis de cette constatation que nul ne refusait le caractère de ventes à ceux des marchés à terme qui aboutissent à une exécution effective ; puis nous avons montré que rien, lors de leur conclusion, ne permettait de distinguer les marchés à terme qui entrent en compte pour le calcul d'une différence à payer ou à toucher, de ceux destinés à être exécutés tels quels ; nous nous sommes efforcés aussi de dégager les contradictions et les impossibilités auxquelles on se heurte

lorsqu'on veut voir dans des marchés à terme conclus en bourse de simples opérations de jeu.

Notre champ d'étude se trouve ainsi dégagé : ce n'est pas dans leur mode de conclusion que les marchés à terme peuvent prêter à la critique. Si quelque vice autorise, du point de vue des principes généraux du droit, à soumettre l'emploi qui en est fait à une réglementation restrictive, ce ne peut être que dans leur mode de liquidation.

Les procédés de liquidation différentielle en usage dans les bourses constituent-ils un mode fictif de règlement des opérations conclues ? ou ne sont-ils au contraire que la mise en œuvre ingénieuse des règles générales du droit des obligations ? Telle est l'étude à laquelle nous allons nous consacrer désormais, en décrivant ces procédés et en recherchant la base juridique sur laquelle ils reposent.

CHAPITRE II

DU RÈGLEMENT DIFFÉRENTIEL AMIABLE DANS LES BOURSES DE COMMERCE.

SECTION I. — Généralités. — Principes sur lesquels repose cette liquidation différentielle amiable.

Rappelons encore les faits en présence desquels nous nous trouvons.

Les marchés à terme conclus dans les bourses sont des ventes. Ils engendrent donc à la charge du vendeur l'obligation de transférer la propriété de la chose vendue, à la charge de l'acheteur celle de payer le prix. L'opérateur qui n'a pris position que comme vendeur ou comme acheteur s'exécute en effet par livraison de la chose ou par paiement du prix. Mais la plupart des auteurs de marchés de bourse à terme ont conclu successivement deux opérations inverses, un achat et une vente, dans un ordre quelconque du reste ; ils se libèrent alors en versant la différence entre les prix auxquels ont été conclus ces deux marchés successifs, ou, s'ils sont en gain, ils tiennent leurs contreparties quittes lorsqu'elles ont versé cette différence.

Par quel mécanisme de fait cette exécution différentielle est-elle substituée à l'exécution successive des deux mar-

chés conclus ? Sur quels principes juridiques repose cette liquidation ? Telles sont les questions que nous avons à examiner.

§ 1. — **Comment le règlement différentiel peut résulter de l'application des règles de la compensation légale.**

Soit un contractant qui a successivement vendu et acheté ; il ne livre pas la chose vendue, il ne paie pas le prix stipulé ; il touche ou verse seulement la différence entre les prix auxquels ont été conclus les deux contrats, et par là il a suffisamment satisfait à ses obligations.

La construction de droit civil qui vient aussitôt à l'esprit, comme pouvant dégager à la charge d'un contractant engagé dans deux opérations inverses, une dette de différence, c'est la compensation. En vertu des articles 1289 et 1290 du Code civil combinés : « Lorsque deux personnes se trouvent débitrices l'une envers l'autre, les deux dettes s'éteignent réciproquement, à l'instant où elles se trouvent exister à la fois, jusqu'à concurrence de leurs quotités respectives. » Lorsque le montant des deux dettes n'est pas égal, il reste donc un solde à payer par celui qui était créancier de la somme la plus faible. C'est ainsi que les marchés à terme de bourse, après compensation intégrale des marchandises dues, et compensation des sommes dues jusqu'à concurrence de leurs quotités respectives, se liquident en définitive par le paiement du reliquat, c'est-à-dire de la différence de la bourse.

Mais comment les conditions nécessaires au jeu de la compensation légale peuvent-elles être aussi fréquemment réu-

nies ? La compensation légale suppose deux dettes, ayant pour objet une somme d'argent ou une certaine quantité de choses fongibles, également liquides et exigibles, et existant entre les mêmes personnes, en sorte qu'elles se trouvent respectivement débitrices l'une de l'autre. Nous allons voir que toutes les règles adoptées pour le fonctionnement des opérations à terme de bourse concourent à produire les conditions nécessaires au jeu de la compensation.

L'organisation des bourses multiplie les occasions où la compensation légale s'appliquera.

a) La compensation légale suppose d'abord qu'une même personne a pris une position inverse dans deux contrats, ici qu'un opérateur à la bourse s'est successivement porté vendeur et acheteur. Il faut donc que tout acheteur qui désire profiter de la liquidation différentielle puisse trouver à revendre, que tout vendeur qui désire se racheter ait la possibilité de le faire. La bourse, par le grand nombre des ordres qui y affluent, répond aussi bien que possible à cette première condition.

b) Il faut en second lieu que les contrats inverses à compenser portent sur des choses fongibles. Tout marché à terme implique deux obligations, obligation de payer le prix, et obligation de transférer la propriété de la chose vendue. Pour les prix, la compensation interviendra sans difficulté, toute somme d'argent étant par nature interchangeable contre une autre somme d'argent (1). Il semblerait

(1) Et dans les bourses toute vente se fait toujours moyennant un prix. L'échange y est une chose inconnue.

au premier abord que la compensation dût être plus malaisée pour les choses vendues. Il est rare, dans la vie courante, que la compensation puisse jouer entre une créance et une dette portant sur des choses de même espèce, par suite des différences de qualité presque inévitables. Mais ici tout obstacle est supprimé, à la bourse des valeurs par la nature des choses négociées, à la bourse des marchandises par les règlements qui régissent le marché.

En effet, tout titre négocié à la bourse des valeurs possède une valeur exactement identique à celle d'un autre titre de la même catégorie. L'obligation n° 1.000 d'une société quelconque ne diffère que par son numéro d'ordre de l'obligation n° 10.000 de la même émission de la même société ; ce sont deux valeurs interchangeables entre elles, comme deux billets de banque de cent francs. Aucune difficulté tenant à la non-fongibilité des choses négociées ne peut donc s'élever pour la compensation des opérations entreprises sur des valeurs de bourse.

Mais à la bourse des marchandises les choses négociées sont des produits du sol, susceptibles de différences qualitatives à l'infini. Un sac de café récolté dans un Etat du Brésil ne sera pas pareil à un sac de café provenant d'un autre Etat du Brésil ; deux balles de coton peuvent présenter des qualités, et par suite des valeurs sensiblement inégales. La liquidation des marchés à terme serait singulièrement malaisée si toutes les variétés des produits traités y étaient admises ; la compensation y serait impossible entre des produits de provenances différentes.

Les règlements édictés par les associations syndicales de négociants à terme dans un produit donné ont évité ces inconvénients en désignant, précisément pour permettre l'emploi du règlement différentiel, un type de marchandises unique sur lequel devra nécessairement porter tout marché de bourse (1). Ainsi, à Paris, le type de blé négocié est le

(1) C'est à dessein que nous parlons de tout marché de bourse et non pas seulement de tout marché à terme. Les règlements, et par suite le choix du type, s'appliquent sans distinction aux marchés au comptant comme aux marchés à terme. Et puisque le caractère réel des marchés au comptant n'est contesté par personne, il y a, soit dit en passant, dans cette application des mêmes règles aux deux sortes de marchés, un nouvel argument en faveur de la réalité des marchés à terme. Mais la plupart des marchés au comptant sont conclus par l'intermédiaire d'un courtier mettant en rapports vendeur et acheteur ; il est bien évident que dans ces conditions les parties pourront aisément s'entendre sur la qualité traitée, et lorsqu'elles désirent une qualité différente de celle du type de bourse le spécifier dans le contrat. Il en est autrement pour les marchés à terme conclus par voie de criée, sans entente spéciale entre les parties, aux conditions habituelles du marché de bourse.

On a beaucoup critiqué cette fixation *à priori* d'un type pour tous les contrats ; on a dit qu'elle faisait du marché à terme un marché en marchandises inutilisables et on a voulu y voir la preuve que les opérateurs à terme se souciaient peu des choses qu'ils négociaient. — Cf. notamment le rapport de M. Honoré Leygue sur la proposition Rajon, *Journal officiel*, 1901, Chambre, *annexes*, n° 2324.

Ne pourrait on répondre au contraire que si les marchés à terme n'étaient pas des ventes véritables, aboutissant à des livraisons effectives, point ne serait besoin de fixer le type que doivent réaliser les produits négociés ? Celui qui joue à la roulette ne se préoccupe guère de savoir si la bille dont les bonds décident de son sort est de verre, de bois ou d'ivoire.

Et d'ailleurs, par suite d'un système de bonifications et de réfactions prévu dans les divers règlements, la voie du terme peut être employée même par les vendeurs ou par les acheteurs désireux de livrer ou de prendre livraison de marchandises d'un type légèrement différent du type de bourse. — Cf. notamment Blés, articles 12, 14 et 15 ; Seigles, article 4 ; Avoines, article 4.

blé d'essence tendre et de bonne qualité de l'une des provenances limitativement déterminées par le règlement (1) ; les marchés de farine sont conclus en farine fleur de froment, dite farine douze-marques (2), et ainsi de suite (3).

Le respect des conditions édictées par les règlements est assuré par le mode de liquidation employé. En effet, tout lot de marchandises vendu à terme doit avoir été déposé avant l'échéance dans l'un des magasins généraux agréés par la chambre syndicale (4), où il est soumis à l'expertise (5).

Ainsi tout marché à terme, à la bourse des valeurs comme à la bourse des marchandises, est nécessairement conclu sur un type donné. Les choses vendues ou achetées

(1) Règlement des Blés, article 1^{er} : « Le marché a pour base le blé d'essence tendre et de bonne qualité. » Les conditions de provenance et de composition exigées pour l'admission aux négociations du terme, comme aussi les qualités de blés toujours exclues, sont indiquées dans les articles 10 à 15. — Cf. Seigles, articles 2 à 4 ; Avoines, articles 2 à 4.

(2) Le titre II du règlement des farines est consacré à l'indication des mesures prise pour l'établissement de la farine-type ou étalon ; le titre III concerne le conditionnement des marchandises destinées au marché.

(3) Alcools, articles 8 et 9 ; Huiles, article 9.

(4) Cf. sur les conditions d'agrément des magasins généraux et les obligations imposées à leurs directeurs, Blés, articles 82 à 89 ; Farines, articles 82 à 89 ; Huiles, article 35 ; Alcools, article 8.

(5) Cette expertise préalable à la mise en filière, par laquelle, nous le verrons, s'effectuera la livraison, est minutieusement réglementée ; par là les marchandises seront nécessairement conformes au type choisi. Blés, articles 27 à 32 ; Farines, articles 29 à 37. Nous retrouverons plus loin une autre expertise, l'expertise de conservation, à laquelle il est facultativement procédé au moment de l'échéance ; c'est cette dernière seule que semblent connaître les règlements des huiles et des alcools.

sont donc fongibles entre elles ; la compensation peut venir éteindre intégralement les créances et les dettes existant en sens inverse lors d'une même échéance.

Notons en outre, quoiqu'il n'y ait pas là une condition nécessaire au jeu de la compensation, que les négociations à terme ne sont pas autorisées dans les bourses sur une quantité quelconque. Les règlements fixent les quantités minima admises aux négociations à terme (1). Les ventes ne peuvent porter que sur ces quantités ou sur des multiples de ces quantités. Les marchés inverses passés par un même opérateur se trouveront ainsi conclus sur des quantités égales et la compensation éteindra intégralement les créances et les dettes de marchandises. Il n'y aura donc pas à liquider, à côté des différences entre les prix stipulés dans les contrats inverses, de différence en marchandises résultant de la négociation de quantités inégales.

c) Il faut encore, pour qu'il y ait compensation, que les deux dettes soient liquides.

Il n'y a pas à se préoccuper de cette condition dans les bourses ; les marchés à terme portent nécessairement sur des quantités déterminées et pour des prix déterminés. Il en serait autrement cependant des marchés à prime (2) ; l'op-

(1) Les blés, seigles et avoines se négocient par 250 quintaux (art. 41 et 42), les farines par 150 quintaux (art. 53 et 54), les alcools par 25 pipes, soit 155 hectolitres (art. 11), les huiles par 50 quintaux (art. 22), les sucres par 100 kilos.

(2) Les marchés à prime soulèvent de nombreuses questions. Mais, comme nous le disons au texte, au point de vue de la liquidation, ils n'offrent pas d'intérêt spécial. Nous les laisserons donc systématiquement de côté au cours de notre travail.

tion appartenant à l'opérateur à prime ferait obstacle à la compensation, si du reste les dettes étaient exigibles. Mais la réponse des primes se fait à date fixe et avant les opérations de liquidation. Au jour où celles-ci commencent, de deux choses l'une, ou la prime a été abandonnée par l'acheteur et par suite il n'y a pas lieu à liquidation, ou elle a été levée et le marché à prime s'exécutera comme un marché ordinaire.

Les positions des opérateurs à la bourse au jour de l'échéance sont donc toujours liquides.

d) Il faut en outre, pour qu'il y ait compensation, que les dettes soient également exigibles. Pour que deux marchés à terme puissent être compensés, il faut donc qu'ils aient été conclus sur le même terme. Si par suite les marchés à terme pouvaient être conclus sur un jour quelconque, les chances pour le vendeur qui veut se racheter pour l'échéance, ou pour l'acheteur qui veut revendre, de trouver une contrepartie disposée à contracter précisément pour le même terme, seraient singulièrement restreintes. Pour permettre le fonctionnement sur une large échelle de la liquidation différentielle, il fallait nécessairement que les opérations à terme ne pussent être conclues que sur certaines échéances. C'est ce que décident les règlements des bourses.

Dans les bourses de valeurs, les opérations sur la rente française et les valeurs y assimilées, c'est-à-dire actuellement les actions et obligations de chemins de fer français, ne peuvent être conclues que sur le dernier jour du mois ou le dernier jour du mois suivant. Pour les autres valeurs,

quatre termes différents peuvent être fixés : le 15 et le dernier jour du mois courant, le 15 et le dernier jour du mois suivant. On conçoit aisément qu'avec une ou deux liquidations seulement dans un même mois, le nombre des opérations groupées sur une même échéance sera énorme et par suite la possibilité de trouver une contre-partie dans une contre-opération, conclue pour le même terme que la première, infiniment accrue.

Dans les bourses de marchandises, les marchés sont conclus sur un mois donné et le vendeur peut faire livraison un jour quelconque de ce mois (1). Mais, puisque tout opérateur qui désire liquider différenciellement est vendeur en même temps qu'acheteur, le jour où, comme acheteur, il se verra offrir livraison, il pourra en retour offrir aussitôt livraison comme vendeur. Les marchés à terme sur marchandises peuvent donc être considérés comme étant tous exigibles le premier jour du mois sur lequel ils sont conclus. Et par là les facilités de livraison apparaissent aussi grandes que dans les bourses de valeurs.

e) Il faut surtout, pour qu'il y ait compensation, que les deux marchés à terme à liquider différenciellement aient été conclus entre les mêmes contre-parties, occupant une situation respective inverse.

Là est la condition qui semble la plus difficile à réaliser. On conçoit que la compensation puisse souvent fonctionner pour éteindre les dettes réciproques de deux commerçants en relations d'affaires. Mais comment dans les bourses, en

(1) Blés, article 68, Farines, article 68, Huiles, article 11.

principe ouvertes à tout venant, dont le but même est de concentrer la multiplicité des ordres émanant de tous les vendeurs et de tous les acheteurs qui n'ont pas trouvé à conclure dans leur clientèle propre le contrat dont ils ont besoin, comment deux contrats successifs inverses pourront-ils être conclus entre les mêmes contre-parties ? Pour que les bourses remplissent leur office, il faut que l'offre d'achat portée sur le marché forme aussitôt contrat avec la première offre de vente aux mêmes conditions, sans tenir compte de la personnalité des contractants ; comment supposer que cette offre émanera précisément de la même personne qui avait servi de contre-partie à notre opérateur pour son premier contrat ? Si le fait peut se produire, il semble qu'il doive être trop rare pour qu'un système général de liquidation soit organisé sur cette base accidentelle.

Il en serait ainsi, si les bourses en étaient restées à l'état inorganique qui a dû être leur état primitif, au temps où elles sont sorties des foires. Mais des corporations s'y sont constituées qui ont pris la direction du marché, élaboré des règlements, acquis ici un monopole de fait, là un monopole de droit. C'est ainsi, nous allons le voir, que la liquidation différentielle est devenue possible.

Nous avons exposé, dans notre précédent chapitre, comment étaient conclues à la bourse des valeurs les opérations sur titres cotés. Le monopole des agents de change y est absolu ; toute opération, les marchés à terme par conséquent comme les marchés au comptant, s'y divise pratiquement, au point de vue de l'exécution, en trois marchés,

ceux conclus entre chacun des clients et chacun des agents de change d'une part, celui conclu entre les deux agents de change de l'autre ; la liquidation de chacun de ces marchés est absolument indépendante de celle de l'autre. Il en est de même, avons-nous vu, des opérations confiées à un coulisier par un client et de celles remises à un commissionnaire, adhérent au marché du terme, par un client étranger à ce marché.

On aperçoit aussitôt combien se trouveront multipliés les cas où l'opérateur en bourse aura eu la même contrepartie dans les deux marchés qu'il a successivement conclus, en sorte que la compensation légale pourra jouer. A ce point de vue cependant, il convient de distinguer entre les deux séries d'obligations à liquider, celles entre intermédiaire et client d'une part, celles entre intermédiaires de l'autre.

Entre intermédiaire et client, la compensation légale pourra la plupart du temps s'appliquer, lorsque le client a conclu sur le même terme deux opérations inverses ; il en sera ainsi, que cet intermédiaire soit un agent de change, un coulisier ou un courtier en marchandises. Dans la grande majorité des cas en effet, le spéculateur qui entend conclure des opérations purement différentielles s'adressera constamment au même intermédiaire ; par conséquent dès qu'il aura successivement conclu un achat et une vente, la compensation suffira à éteindre les obligations réciproques qui l'unissent à cet intermédiaire, exception faite de la différence entre les prix auxquels auront été conclues les deux opérations.

Et nous verrons en effet en examinant successivement chaque cas particulier, que la liquidation différentielle entre les intermédiaires de bourse et leurs clients repose uniquement sur le jeu de la compensation légale ; il n'y a d'exception que dans l'hypothèse où un opérateur entend liquider différentiellement sa position quoique s'étant adressé à deux intermédiaires différents.

Le dédoublement des marchés de bourse est moins efficace en ce qui concerne les marchés conclus entre intermédiaires.

Entre adhérents aux syndicats de la bourse des marchandises, la compensation sera relativement rare parce que ces adhérents sont en nombre indéfini ; le marché du terme en marchandises présente donc dans une certaine mesure les inconvénients des bourses inorganisées ; l'afflux des opérateurs mis directement en présence y rend peu probable la conclusion de marchés inverses sur le même terme entre les mêmes opérateurs.

Il n'en est pas tout à fait de même dans les bourses de valeurs, où les agents de change, comme les coulissiers, sont en nombre restreint (1) et centralisent les ordres d'une nombreuse clientèle. Comme ils ne révèlent pas le nom des clients pour lesquels ils opèrent, comme l'exécution entre eux des ordres reçus est absolument indépendante de

(1) La Compagnie des agents de change de Paris, la plus nombreuse de beaucoup, ne compte que 70 membres. Le nombre des membres du syndicat des banquiers en valeurs à terme de la place de Paris ne dépasse pas sensiblement la centaine.

l'exécution vis-à-vis de leurs clients, ils pourront compenser dès qu'ils se seront trouvés contre-parties l'un de l'autre dans deux contrats inverses, quels que soient les clients pour le compte desquels ils auront contracté.

Ainsi, très fréquemment, Pierre, agent de change, vendeur à Paul, autre agent de change, de 3 000 francs de rente française pour le compte de son client Durand, aura racheté du même Paul avant l'échéance 3.000 francs de rente française à un cours légèrement différent. Il est vrai que lors de ce rachat il aura probablement opéré pour le compte de Bastien, tandis qu'au moment où il procédera pour le compte de Durand au rachat des rentes vendues, il trouvera comme vendeur un autre confrère, Jean. Mais peu importe, puisque Pierre ne donne à ses confrères ni le nom de Durand, ni celui de Bastien, et se trouve désormais engagé envers eux, indépendamment de ses clients Durand et Bastien. Aux yeux de Paul à qui il a successivement vendu et acheté de la rente française, Pierre est la seule contre-partie. Pierre et Paul pourront donc compenser et ne solder que la différence existant entre les deux prix.

Par suite de l'organisation du marché à terme, par suite surtout du dédoublement d'un grand nombre d'opérations en deux marchés successifs, marché de client à intermédiaire et marché entre intermédiaires, l'application des règles de la compensation légale suffit donc, dans un grand nombre de cas, à expliquer le règlement différentiel des contrats de vente conclus.

Mais, dans d'autres hypothèses, la compensation légale

est à elle seule impuissante à expliquer la liquidation différentielle. Nous allons voir alors intervenir, comme préface à la compensation, un autre mode d'extinction des obligations, la délégation.

§ 2. — Cas où la compensation légale suppose emploi préalable de la délégation.

Lorsque l'auteur des deux opérations à liquider différemment n'y a pas eu les mêmes contre-parties, il y a là un obstacle à la compensation qu'il faut tout d'abord lever.

Cette situation peut se rencontrer même dans les rapports de l'opérateur non admis au marché avec l'intermédiaire auquel il est obligé de recourir ; car le donneur d'ordre n'est pas obligé de charger de la contre-opération celui qu'il a chargé de l'opération primitive (1).

Le cas se présentera plus souvent encore dans les rapports entre opérateurs admis au marché ; la compensation n'y est possible dès l'origine que dans un petit nombre d'hypothèses, et de moins en moins souvent à mesure que nous passons du marché officiel de la bourse des valeurs au marché libre de la même bourse, et de la bourse des valeurs à celle des marchandises. Et cependant la liquidation différentielle ne peut résulter que de la compensation des obligations principales, laissant à solder seulement l'écart entre les deux prix, et cette liquidation différentielle est la règle.

Il faut donc, par d'autres moyens juridiques, arriver à

(1) Cf. *suprà*, p. 36, et *infra*, p. 83 et suiv.

suppléer aux conditions qui font défaut pour que le dédic de la compensation légale puisse fonctionner.

Insistons encore sur ce point : la condition qui manque pour qu'il puisse y avoir compensation est toujours la même. les deux opérations successives n'ont pas été conclues entre les deux mêmes contre-parties. Les autres conditions : fongibilité, liquidité, exigibilité sont forcément réunies de par les conditions du marché de bourse. Il suffit donc, pour pouvoir procéder à un règlement différentiel dans tous les cas où deux opérations inverses ont été conclues par un même auteur, de trouver un procédé pour remédier à la présence de contre-parties différentes dans les deux opérations.

Ce procédé, le Code civil nous le fournit aussi : c'est la novation par changement de débiteur, ou délégation. Là est le grand secret de la liquidation simplifiée en usage dans les bourses. Sans la délégation, la liquidation différentielle ne pouvait être qu'occasionnelle ; par elle elle devient générale : il n'y a plus d'hypothèse où le contractant qui s'est porté pour le même terme acheteur et vendeur ne puisse, s'il le désire, régler différentiellement sa position.

C'est à rendre obligatoire le consentement à la délégation que tendent tous les règlements de bourse, règlement des agents de change ou règlement des associations syndicales de contractants en marchandises.

Une série de compensations entre contre-parties engagées l'une envers l'autre dans deux contrats inverses, et parallè-

lement une série de délégations aboutissant à une compensation générale entre déléguants et délégués, tel est donc l'aspect sous lequel se présente dans l'ensemble la liquidation dans les bourses de commerce.

Jusqu'ici nous avons pu, pour les principes généraux que nous avons posés, parler simultanément des bourses de valeurs et des bourses de marchandises. Et en effet, dans les unes et les autres, les idées directrices sont les mêmes.

Il nous faut maintenant entrer dans le détail et examiner de façon plus précise le mécanisme de la liquidation différentielle dans les bourses. Nous étudierons désormais séparément les bourses de valeurs et les bourses de marchandises ; les circonstances de fait et les règles adoptées sont trop dissemblables pour que nous puissions continuer à en traiter ensemble.

Tantôt du reste les circonstances se prêteront dès l'abord au jeu de la compensation, tantôt elles nécessiteront au contraire une série de délégations préalables, parfois même ces délégations permettront d'éteindre par confusion les obligations existantes.

SECTION II. — Du règlement différentiel amiable dans les bourses de valeurs.

Les opérations des bourses de valeurs sont exécutées, nous l'avons vu, comme si elles donnaient lieu à deux marchés successifs : marché entre le donneur d'ordre et l'agent de change, marché entre l'agent de change et son confrère.

Le règlement de chacun des deux marchés est absolument indépendant de celui de l'autre.

Nous examinerons en deux paragraphes successifs, d'abord les procédés de liquidation différentielle entre l'agent de change et le client qui l'a chargé d'opérations inverses pour le même terme, puis la liquidation centrale entre agents de change de toutes les opérations conclues sur un même terme. Un troisième paragraphe sera consacré, en raison des difficultés particulières de la matière, à la liquidation différentielle des opérations confiées par un même donneur d'ordres pour le même terme à des agents de change différents. Enfin, dans un quatrième paragraphe, nous dirons quelques mots du marché libre.

**§ 1. — Liquidation individuelle entre l'agent de change
et chacun de ses clients.**

Lorsqu'un opérateur à terme, qui a conclu deux opérations inverses, a confié ses ordres au même agent de change la liquidation de sa position est excessivement simple.

Au point de vue des choses négociées d'abord, si les deux ordres ont porté sur une même quantité de titres, le client se trouve à l'échéance créancier et débiteur d'une même quantité de choses fongibles. La compensation légale joue donc et toute livraison effective est supprimée. Si la somme des titres à livrer n'était pas égale à la somme des titres à lever (1), l'agent de change ou le client, suivant que l'achat

(1) Cette inégalité entre la quantité de titres achetés et celle des

est supérieur à la vente, ou réciproquement, seraient tenus de faire prestation effective de la différence entre les deux quantités.

En ce qui concerne les prix, il sera rare que vente et achat aient été conclus au même cours. Une différence existera donc, en dehors des courtages, soit à l'actif, soit à la charge du donneur d'ordres, différence qui seule fera l'objet d'un paiement. C'est là une simple application des règles de la compensation légale, telles qu'elles sont établies par le Code civil. Ni l'agent de change, ni le donneur d'ordres ne pourraient donc être admis à réclamer exécution effective et séparée de chacun des marchés inverses. Leurs dettes, également liquides et exigibles à l'échéance, s'éteignent réciproquement à ce moment jusqu'à concurrence de leurs quotités respectives. Le Règlement des agents de change peut être bref sur cette hypothèse qui ne souffre aucune difficulté (1).

Cette liquidation différentielle entre l'agent de change et son client ne compromet du reste nullement la situation de

titres vendus proviendra de causes diverses, soit par exemple que l'opérateur à terme ait voulu pour partie conclure une spéculation différentielle et pour partie faire un placement, soit encore que les variations des cours l'aient empêché de conclure pour la totalité des titres négociés le contre-marché qu'il avait projeté, — et dans ce dernier cas il pourra être l'objet d'une exécution forcée partielle (cf. notre chapitre III), — soit enfin que ce spéculateur ait eu recours au ministère de plusieurs agents de change différents, hypothèse que nous étudions dans un troisième paragraphe. — Cf. notamment p. 83 et la note p. 84.

(1) Décret du 7 octobre 1890, art. 66 : « Toutes les opérations engagées chez chaque agent de change par un même donneur d'ordre sont compensées en deniers et en titres de même nature. »

l'agent de change vis-à-vis des confrères avec qui il a contracté à la corbeille. Les deux ordres inverses successivement reçus ont donné lieu à deux marchés de corbeille. Primitivement les créances et les dettes contractées par l'agent de change dans chacun de ces marchés correspondaient pour lui aux créances et aux dettes résultant de l'acceptation des ordres de son client. La liquidation différentielle poursuivie avec ce client ayant rendu disponibles les sommes ou les titres dont l'agent de change est créancier en vertu de chacun de ces marchés de corbeille, l'agent de change les emploiera à éteindre les dettes résultant pour lui du marché inverse, et que son client ne lui fournit plus ces moyens d'acquitter.

La liquidation différentielle entre l'agent de change et ses clients serait donc parfaitement concevable sans une liquidation différentielle corrélative entre agents de change.

Avant d'examiner la manière dont sont exécutés les marchés conclus entre agents de change, montrons en quelques mots comment se présentera la liquidation des marchés par application.

Liquidation des marchés par application.

Quoique, dans les marchés par application, l'agent de change ne soit en rapport qu'avec ses propres clients, nous allons voir déjà apparaître un mécanisme analogue à celui qui rend possible la liquidation différentielle des marchés inverses conclus à la corbeille avec des agents de change

différents ; il nous faudra faire intervenir les principes de la délégation pour expliquer la liquidation accomplie.

Léon, agent de change, a été chargé par son client A d'acheter à terme 50 actions du Rio Tinto au cours de 2.000 francs, et par son client B de vendre 50 Rio Tinto au même cours ; il a appliqué l'un à l'autre les deux ordres reçus. Si A et B s'étaient l'un et l'autre bornés à cette seule opération, la remise des titres par B à A et le paiement à B des 100.000 francs stipulés par A s'exécuteraient normalement à l'échéance par l'entremise de l'agent de change, leur mandataire commun.

Mais, si A n'a pas l'intention de faire un placement, il fait revendre par Léon, avant l'échéance, les 50 Rio Tinto achetés, afin de pouvoir désormais liquider différentiellement ses deux contrats inverses. Supposons que cette revente ait été conclue avec l'agent de change Paul (1) au cours de 2.100 francs : A se fera verser par Léon $100 \times 50 = 5.000$ francs ; pour le reste, ses dettes et ses créances auront été éteintes par compensation.

Mais Léon reste tenu, d'une part de payer à B les 100.000 francs qu'il lui a promis, de l'autre de livrer à Paul les titres qu'il lui a vendus. Il s'acquittera à l'échéance vis-à-vis de

(1) Il pourrait se faire évidemment que le second marché conclu pour le compte de A fût réalisé par application. Les principes de la liquidation seront alors exactement les mêmes que dans l'hypothèse examinée au texte : mais au lieu de déléguer l'un à l'autre B, contre partie de A dans son premier marché, et Paul, mandataire de sa contre-partie dans son second marché, Paul déléguerait l'un à l'autre B et C, les deux clients dont il a successivement appliqué les ordres aux ordres inverses de A.

chacun d'eux à l'aide des dettes réciproques qu'ils ont envers lui.

Juridiquement voici ce qui s'est passé ; Léon délègue B, débiteur envers lui de 50 actions du Rio Tinto, à son créancier Paul ; en sens inverse il délègue Paul, débiteur envers lui de 105.000 francs, à B, créancier envers lui de 100.000 fr. après avoir prélevé les 5.000 francs qui lui sont nécessaires pour régler vis-à-vis de A. La délégation n'apparaît pas au grand jour, parce que B et Paul n'exécutent pas directement entre eux, mais continuent à passer par l'intermédiaire de Léon ; elle n'en est pas moins nécessairement à la base de la liquidation des opérations conclues pour le compte de A et de B, telle que l'effectue Léon.

§ 2. — Liquidation centrale entre agents de change.

Lorsque deux agents de change se sont acheté et vendu l'un à l'autre des titres de même espèce pour la même échéance, la compensation légale éteindra jusqu'à due concurrence leurs créances et leurs dettes réciproques ; la différence, résultant de l'écart entre les cours auxquels ont été conclues les deux opérations, sera seule due par celui qui a acheté le plus cher à celui qui a acheté au plus bas prix. Nous avons vu, en effet (1), que toutes les conditions nécessaires au jeu de la compensation légale, — liquidité, exigibilité et fongibilité des deux dettes, — étaient réunies, lorsque les deux contrats à liquider différenciellement

(1) Voir *suprà*, pages 49 à 60.

avaient été conclus entre les mêmes agents de change ; c'est l'absence de cette dernière circonstance qui le plus souvent fait seule obstacle au règlement différentiel par simple compensation.

La liquidation centrale à laquelle participent tous les agents de change a pour but d'écarter cet empêchement. Par elle les livraisons de titres et les versements d'argent seront réduits au strict minimum ; tout agent de change qui a conclu deux marchés inverses les réglera différemment, même s'il a eu pour contre-parties deux confrères différents. Il ne pourrait s'y refuser ; l'obligation de prendre part à cette procédure de liquidation générale des marchés conclus sur un terme donné est imposée à tous les agents de change non seulement par les règlements intérieurs de leurs compagnies, mais aussi par le décret du 7 octobre 1890 (1).

Voyons comment cette liquidation s'effectue en pratique (2) ; nous essaierons ensuite de faire l'analyse juridique des opérations accomplies.

(1) Décret du 7 octobre 1890, art. 68 : « Toutes les opérations entre agents de change sont soumises à une liquidation centrale effectuée par les soins de la chambre syndicale.

« Par l'effet de cette liquidation toutes les opérations entre agents de change sont compensées de façon à faire ressortir le solde en deniers ou en titres à la charge ou au profit de chacun d'eux ; les différents soldes débiteurs ou créditeurs sont réglés par l'intermédiaire de la chambre syndicale. »

(2) On trouvera un bon exposé descriptif de cette procédure de liquidation centrale dans la thèse de M. Boissière, *La compagnie des agents de change et le marché officiel à la bourse de Paris*, Paris, 1908, p. 277 et suiv. Nous ne dirons ici de son fonctionnement pratique que ce qui est strictement nécessaire pour faire comprendre comment toutes les opérations conclues se liquident par le paiement de simples différences.

Un agent de change, Paul, a conclu pour l'échéance de fin mars toute une série de ventes et d'achats à terme portant sur différentes valeurs ; pour chacune de ces valeurs la procédure de liquidation sera la même.

Prenons par exemple la liquidation des marchés conclus sur la rente française: Paul a acheté de la rente française à ses collègues A, A, B, C, D, E, F, F ; il en a vendu à A, A, A, B, B, G, H, H, I. Comme cela apparaît dans notre exemple, Paul peut être plusieurs fois acheteur ou plusieurs fois vendeur d'un de ses collègues, en vertu de contrats distincts ; d'autre part, parmi les agents de change qui lui ont servi de contre-parties, les uns lui ont à la fois vendu et acheté, d'autres ont été seulement ses vendeurs, d'autres seulement ses acheteurs ; enfin le nombre des achats et le nombre des ventes conclus par Paul peut n'être pas égal, soit qu'il ait servi de mandataire à des clients qui n'ont conclu qu'une seule opération, soit qu'un client qui a conclu des marchés inverses ait acheté en une fois ce qu'il a vendu en plusieurs.

Paul procède aussitôt aux compensations en titres possibles avec ceux de ses collègues dont il est à la fois vendeur et acheteur ; désormais il n'aura plus en présence de lui pour une valeur donnée que des acheteurs d'une part, des vendeurs de l'autre. Dans notre exemple, il sera acheteur de C, D, E, F, F, vendeur de A, B, G, H, H, I (1).

(1) Là se bornait dans le système du règlement de 1832 le rôle de la compensation. Pour éviter des déplacements de titres trop nombreux les agents de change procédaient ensuite à une série de délégations individuelles. Il n'y avait donc pas de liquidation centrale entre agents de change, mais une série de liquidations individuelles d'agent de

Il fait ensuite pour chacun de ses confrères individuellement le total des titres dont il est créancier ou débiteur ; il fond ainsi en une seule créance ou en une seule dette l'ensemble des créances ou des dettes dont il était titulaire ou tenu en vertu de contrats distincts vis-à-vis de chacune de ses contre-parties. C'est ce qu'on appelle les soldes élémentaires créanciers ou débiteurs de l'agent de change pour chaque valeur.

La manière de procéder est la même pour les prix. L'agent de change compense les créances et les dettes qu'il a contractées avec un agent de change donné. Mais il n'est plus tenu compte ici des valeurs négociées. 4.000 francs de rente espagnole achetés ne sauraient être compensés contre 4.000 francs de rente russe vendus ; au contraire la compensation est parfaitement possible jusqu'à due concurrence entre les prix stipulés pour l'un et l'autre achats. Le solde élémentaire en deniers établi par un agent de change vis-à-vis de chacun de ses confrères sera donc unique, tandis qu'il y aura nécessairement pour les valeurs autant de soldes élémentaires différents qu'il y a eu de catégories de titres négociés.

Jusqu'ici, rien, dans la manière dont cette liquidation entre agents de change est conduite, ne peut évoquer l'idée d'un

change à agent de change, analogues à la liquidation entre chaque agent de change et ses clients.

Le système de la liquidation centrale, et par conséquent le règlement différentiel sur une vaste échelle des marchés de corbeille, datent d'un règlement de 1845.

règlement d'opérations fictives. Elle repose essentiellement sur le dédoublement de chacun des marchés conclus à la corbeille en ses deux éléments constitutifs, une obligation de payer le prix et une obligation de livrer la chose ; mais ce dédoublement n'est de nature à modifier les opérations accomplies qu'au cas où l'une de ces obligations, réunies dans un contrat synallagmatique, viendrait à être inexécutée ; il priverait alors la partie en mesure d'exécuter du droit de rétention qui lui appartient et grâce auquel elle n'est atteinte que dans une faible mesure par la défaillance de sa contre-partie. Or nous verrons que, dans cette hypothèse, la procédure de liquidation suivie vis-à-vis de l'agent de change insolvable est tout à fait modifiée.

Une fois ce dédoublement opéré, la liquidation s'est poursuivie par l'application de la compensation dans les rapports individuels d'agent de change à agent de change et la fusion en un seul article des différentes créances ou dettes dont un agent de change reste titulaire vis-à-vis de ses confrères après ces premières compensations. Pour arriver à la réelle simplification déjà obtenue, il a suffi de considérer, comme cela est en fait, les opérations conclues entre agents de change comme absolument indépendantes de celles conclues entre chaque agent de change et ses clients, et de ne pas tenir compte des mandants pour le compte desquels les agents de change agissaient.

Mais est-il même nécessaire de procéder à la livraison effective des soldes élémentaires ainsi obtenus pour chaque valeur et pour l'ensemble des prix ? Si l'agent de change

remettait à chacun des agents de change dont il est débiteur les titres de rente française qu'il doit lui livrer, et recevait de chacun de ceux dont il est créancier les titres de rente française qui lui sont dus, il ne ferait que donner d'une main ce qu'il reçoit de l'autre. Il est tout à fait inutile qu'il exécute ainsi séparément vis-à-vis de chacun de ses collègues. Si la somme de ses achats excède celle de ses ventes, il lui faut seulement, pour pouvoir exécuter les obligations assumées vis-à-vis de sa clientèle, recevoir, dans la liquidation des marchés de corbeille, l'excédent de titres auquel il a droit ; pour le reste il peut remettre à ses clients acheteurs les titres qui lui sont livrés par ses clients vendeurs. Si, en sens inverse, il a vendu plus qu'il n'a acheté, après qu'il aura appliqué des clients vendeurs à tous ses clients acheteurs, il lui restera entre les mains un certain nombre de titres ; c'est cet excédent de titres qu'il lui faudra seul livrer après délégation de tous les agents de change auxquels il a vendu à des agents de change auxquels il a acheté.

Puisque les deux liquidations d'agent de change à agents de change et d'agent de change à clients se poursuivent séparément, chaque agent de change a pu en réalité appliquer d'une part ses clients acheteurs à ses clients vendeurs, et de l'autre ses confrères acheteurs à ses confrères vendeurs (ou réciproquement). Une seule chose importe, c'est que le solde dont il reste débiteur dans l'une des deux liquidations soit égal au solde dont il est créancier dans l'autre. Mais la livraison ou la prise de livraison de ce solde doivent suffire dans la liquidation centrale.

En ce qui le concerne personnellement, le résultat atteint

sur le même que s'il avait exécuté effectivement tous les contrats conclus ; il remplira avec la même facilité les engagements qu'il a contractés vis-à-vis de ses donneurs d'ordres. En somme, les déplacements de titres ou de deniers nécessaires entre ceux-ci seront restés, dans la mesure où cela était possible, localisés dans sa charge, au lieu de se répercuter sur le marché de la corbeille.

On aperçoit aisément que, si tous les agents de change font de même, comme tous les marchés conclus à la corbeille par chacun d'eux ont été comptés par lui pour l'établissement de sa créance ou de sa dette finale, les excédents actifs existant au bénéfice des agents de change créanciers doivent correspondre à des excédents passifs à la charge des agents de change débiteurs. Il suffira de mettre créanciers et débiteurs en présence, pour que chacun reçoive son dû.

Telle est l'idée sur laquelle repose la liquidation centrale. Chaque agent de change établit par valeur son solde global actif ou passif en additionnant, sans tenir compte désormais de ses contre-parties, les soldes élémentaires actifs et passifs obtenus vis-à-vis de chacun de ses confrères, et en compensant le total-créance avec le total-dette ; il fait de même pour les prix.

Restent donc seulement, pour chaque valeur et pour l'ensemble des prix, des différences, soldes de compensation. L'exécution effective est désormais réduite au paiement de ces seules différences.

Remarquons que, lorsque dans les rapports de l'agent de change avec ses clients nous parlions de liquidation diffé-

rentielle par compensation, cette liquidation ne laissait pas subsister de différence en titres, mais seulement une différence pécuniaire, la différence entre les cours auxquels sont conclues deux opérations inverses portant sur les mêmes titres. S'il en est autrement ici, c'est que, parmi les marchés conclus sur un même terme par un agent de change, figurent, à côté d'opérations que leur auteur a fait suivre de contre-opérations, des opérations qui, restées isolées, doivent aboutir vis-à-vis de ce client à une livraison et à un paiement. Souvent ces contrats destinés à être effectivement exécutés se compenseront dans la liquidation centrale avec des contrats inverses, destinés aussi à être effectivement exécutés, et conclus par d'autres clients de l'agent de change ; ces marchés sont en quelque sorte appliqués les uns aux autres. Mais lorsqu'un marché, conclu ainsi par un donneur d'ordre sans contre-opération, ne trouve pas de pendant dans un marché de même nature, mais inverse, conclu par un autre donneur d'ordre, son montant figurera dans le solde global dont l'agent de change chargé de cet ordre sera créancier ou débiteur vis-à-vis de l'ensemble de ses confrères.

De même, les soldes élémentaires en argent, établis par l'agent de change vis-à-vis de chacun de ses confrères, correspondent pour partie à des différences de bourse, après compensation d'opérations inverses conclues à des prix différents, pour partie au contraire à des sommes dues en vertu d'une vente ou d'un achat que son auteur n'a pas fait suivre d'une opération inverse ; ces sommes n'ont donc pu être appliquées à des sommes dues par un autre client pour

des opérations de même teneur et destinées, elles aussi, à être effectivement exécutées.

La liquidation différentielle s'étend donc, entre agents de change, à des opérations qui sont l'objet d'une exécution effective, et non plus différentielle, dans les rapports de l'agent de change et de ses clients.

Quand les soldes globaux pour chaque valeur et le solde global unique pour les prix ont été établis par l'agent de change, il s'agit d'arriver au paiement de ces soldes entre les mains de qui de droit ; il faut mettre en rapports les agents de change créanciers ou débiteurs, qui ne savent plus désormais vis-à-vis de qui existent leurs créances ou leurs dettes. Ici intervient la chambre syndicale, mais, comme le dit l'article 68 du règlement de 1890, à titre de simple intermédiaire.

Les titulaires des diverses charges lui remettent des feuilles de liquidation indiquant les soldes obtenus. Les commis de la chambre syndicale procèdent alors à l'application des agents qui lèvent aux agents qui livrent, et indiquent à chaque agent de change le nom de ceux de ses confrères à qui il doit faire ou de qui il doit recevoir livraison. Ces livraisons sont effectuées d'agent de change à agent de change par l'intermédiaire de commis de la chambre syndicale. Les prix sont réglés au moyen de mandats de virement.

L'analyse juridique des opérations accomplies est plus difficile pour cette seconde partie de la liquidation que pour la

première. Il y a eu, semble-t-il, compensation de dettes existantes entre des personnes qui n'étaient pas respectivement débitrices les unes des autres. Faut-il dire simplement que, par une fiction, tous les agents de change ont été considérés comme ne faisant plus qu'un vis-à-vis de chacun d'eux successivement ? ou n'y a-t-il point quelque construction juridique qui nous permette de rendre compte des résultats obtenus (1) ?

Prenons comme exemple les soldes élémentaires en deniers obtenus par un agent de change, Léon ; il faudrait rai-

(1) Les Allemands font intervenir ici l'idée de *skontration*, à l'aide de laquelle ils expliquent aussi les opérations des chambres de compensation. (Sur ce rapprochement nécessaire de la liquidation centrale entre agents de change et de la liquidation en usage entre banquiers dans les chambres de compensation, voir *infra*, p. 81.)

La *skontration* est l'opération par laquelle « chaque ayant droit à un paiement abandonne son droit à la prestation qu'un tiers devait lui fournir, et se voit abandonner en retour le droit de prestation qu'il devait lui-même fournir, de sorte que ce dernier droit et l'obligation qui lui correspond se trouvent éteints par confusion ». — Cf. Cosack, *Traité de droit commercial*, trad. Mis, t. II, p. 141 et suiv. et 236. La *skontration* suppose naturellement qu'il s'agit de créances échangeables entre elles, c'est-à-dire de même objet ; mais il n'est pas nécessaire que ces créances soient d'un montant égal. Lorsque leur montant est inégal, on les compense jusqu'à due concurrence et le reste fait l'objet d'un paiement.

Du reste la *skontration* n'étant pas réglementée par la loi (cf. Cosack, *loc. cit.*, p. 141), on peut se demander si cette théorie donne une base juridique solide aux opérations accomplies, ou si elle n'est pas purement et simplement la constatation des résultats obtenus. Pour éviter des déplacements inutiles de numéraire ou de titres, la compensation est admise exceptionnellement dans certains cas, quoique les obligations à compenser n'aient pas été contractées avec les mêmes contre-parties : voilà le fait. En disant qu'il y a eu *skontration* on ne nous apprend rien de plus sur les mécanismes juridiques qui ont été mis en jeu.

sonner de façon tout à fait identique pour les soldes élémentaires obtenus pour chaque valeur.

Léon est :

créancier de A pour 50.000 fr., débiteur de L pour 50.000 ;

— B — 100.000 — M — 120.000 ;

— C — 80.000 — N — 40.000 ;

— O — 40.000 ;

— D — 60.000 — P — 50.000 ;

soit au total :

créancier de 290.000 francs, débiteur de 300.000 francs.

Les règles adoptées dans la liquidation centrale lui permettent de se libérer en payant seulement la différence entre les deux sommes, soit 10.000 francs. Comment s'est-il donc acquitté des 290.000 francs de dettes qu'il ne paye pas effectivement ? Il est évident qu'il a employé ses créances à les éteindre, puisqu'il ne touche plus ces créances. Or il existe une opération juridique, qui permet à celui qui était à la fois créancier et débiteur de charger ses débiteurs de payer ses créanciers à sa place et de s'affranchir ainsi de ses dettes en abandonnant ses créances : cette opération, c'est la délégation.

Quand bien même il n'y aurait pas de liquidation centrale organisée, les agents de change pourraient s'acquitter deux à deux de leurs obligations sans exécution effective. Voici comment ils procéderaient :

Léon déléguerait A à L, et sa créance comme sa dette de 50.000 francs seraient ainsi intégralement éteintes. Il déléguerait d'autre part C pour moitié à N et pour moitié à O,

s'acquittant de ses deux dettes de 40.000 francs par abandon de sa créance de 80.000 francs ; de même il déléguerait B à M et ne devrait plus ainsi à ce dernier que 20.000 francs, au lieu de 120.000 ; de même encore, il déléguerait D à P pour 50.000 francs et pour 10.000 francs à M. Par une série de délégations individuelles, ses 290.000 francs de créances auraient été ainsi employés à éteindre ses 300.000 francs de dettes ; resterait seule due la différence entre les deux sommes. Il suffirait à Léon, pour être libéré envers tous ses créanciers, de payer cette unique somme de 10.000 francs à celui de ses créanciers qui n'est pas encore totalement désintéressé, M.

Mais chacun des agents de change auxquels Léon a délégué l'un de ses débiteurs pourrait procéder comme lui. Prenons par exemple L, à qui Léon a délégué A pour 50.000 fr. Supposons que le total des dettes de L excède le total de ses créances ; il ne se fera pas verser par A les 50.000 francs que ce dernier lui doit désormais ; il déléguera à son tour A à son propre créancier L'. Si chacun des agents de change procède ainsi, seules feront en définitive l'objet d'un versement effectif les sommes dues à un agent de change dont le total des créances excède le total des dettes, et dans la mesure de cet excédent.

Or, qu'avons-nous fait, sinon décomposer dans le détail l'opération accomplie en bloc par l'agent de change, lorsqu'il établit son solde global actif ou passif ? Du moment que toutes ces délégations sont reconnues individuellement possibles, la liquidation centrale permet, dans un but de

simplification des écritures, de les remplacer par une délégation globale de tous les débiteurs à tous les créanciers ; à la suite de cette délégation, une différence à payer reste seule, soit au bénéfice, soit à la charge de l'agent de change.

En fait, cependant, les règles suivies dans la liquidation centrale aboutissent sur un point à des résultats différents de ceux que donneraient toutes les délégations individuelles confondues, selon nous, dans cette liquidation centrale. Ce n'est pas toujours à M, c'est même rarement à lui que Léon paiera la différence de 10.000 francs existant à son passif.

En effet, le solde global établi par M peut être passif, bien qu'il reste créancier de 10.000 francs vis-à-vis de Léon, après que celui-ci a fait abandon de toutes ses créances. M serait alors obligé, comme nous l'avons montré du reste tout à l'heure, lorsque nous raisonnions sur l'hypothèse d'une série de délégations individuelles, de déléguer à nouveau Léon pour les 10.000 francs dont il est débiteur à un collègue créancier, X, par exemple. X, lui-même, peut avoir un total de dettes supérieur à son total de créances ; il déléguerait alors son débiteur Léon, qui déjà lui a été délégué par M, à son créancier Y, et ainsi de suite. Il y aurait là des complications d'écritures auxquelles le règlement des agents de change coupe court, en décidant que chaque agent de change fait seulement le total de ses créances et de ses dettes, pour soustraire le plus faible total du plus fort et payer ou réclamer la différence à l'agent de change qui lui est désigné par la chambre syndicale.

Mais, en réalité, cette désignation d'un nouveau créan-

cier par la chambre syndicale n'est pas autre chose que la délégation dont nous parlions, accomplie au nom de l'agent de change, créancier de Léon, par la chambre syndicale : celle-ci est autorisée par tous les agents de change à procéder à ces délégations, autant qu'il peut être nécessaire pour laisser directement en rapports les agents de change tenus de livrer des titres ou de payer, et ceux qui ont droit à toucher ou à lever. La chambre syndicale n'intervient donc dans le marché, conformément au rôle que lui assigne le décret de 1890, que comme intermédiaire, c'est à-dire comme mandataire chargé par les agents de change à la fois débiteurs, en vertu de leur propre solde global, et créanciers, en vertu du solde global d'un de leurs confrères, de procéder aux délégations nécessaires pour supprimer toute livraison ou tout paiement inutile.

Il est bien évident que ni les agents de change, ni la chambre syndicale ne se donnent la peine d'exécuter, même sur le papier, toutes ces délégations. C'était là une tâche inutile, du moment qu'on avait reconnu le principe sur lequel repose la liquidation différentielle en bloc de toutes les opérations conclues par chaque agent de change, sans tenir compte des contre-parties avec lesquelles il a contracté. L'agent de change versera donc peut-être la différence existant à sa charge à un autre qu'à celui qui serait apparu comme son créancier à la suite de délégations individuelles, conduites comme nous l'avons montré. Ainsi, supposons que, dans l'exemple que nous avons pris, M eût fait ressortir l'existence d'une différence à son profit, par la balance de ses

créances et de ses dettes ; nous avons vu qu'il était titulaire d'une créance de 10.000 francs sur Léon ; il serait conforme à la réalité des opérations juridiques accomplies que Léon versât ces 10.000 francs précisément entre les mains de M. Cependant la chambre syndicale lui désignera peut-être, pour en opérer le paiement, X, avec qui il n'a pas contracté ; ici il ne peut être question d'une délégation de Léon, opérée par M au profit de X, puisque M, titulaire d'un solde actif, n'a plus, par hypothèse, de créancier. Il y a donc un jeu d'écritures qui n'est pas entièrement conforme à la vérité juridique, qui lui est en quelque sorte parallèle, mais contre lequel nul ne protestera, puisque les résultats pratiques seront identiquement les mêmes.

Le fonctionnement de cette liquidation centrale entre agents de change fait penser nécessairement aux opérations des chambres de compensation. Celles-ci se proposent de réduire au strict minimum les versements auxquels devrait donner lieu le paiement des chèques, du recouvrement desquels des banquiers sont chargés.

Ces banquiers se trouvent à la fois débiteurs des chèques tirés sur eux et créanciers des chèques dont l'encaissement leur est confié. D'un commun accord, chacun d'entre eux fait le total des créances dont il est titulaire sur l'ensemble de ses confrères, et le total des dettes dont il est tenu envers eux ; après compensation de ces deux sommes, il en paye ou touche seulement la différence. Ici aussi un organisme central intervient pour indiquer aux banquiers débi-

teurs les noms des créanciers entre les mains desquels ils doivent opérer les versements dont ils sont tenus en définitive.

Mais les auteurs qui ont étudié le fonctionnement des chambres de compensation admettent en général que la chambre de compensation prend personnellement part à la liquidation ; chaque banquier s'engagerait envers la chambre de compensation pour l'excédent de ses dettes sur ses créances, ou, réciproquement, la chambre de compensation s'engagerait envers lui pour l'excédent de ses créances sur ses dettes (1). Il est impossible d'admettre cette solution pour la liquidation centrale entre agents de change, en présence des termes formels du décret de 1890 (2) ; il nous semble du reste douteux qu'elle s'impose, même pour les chambres de compensation. A quoi bon admettre que chaque banquier s'engage vis-à-vis de la chambre de compensation, puisqu'il n'y aura entre eux aucune exécution effective ? La chambre de compensation, nous dit-on, après avoir obtenu cet engagement personnel des banquiers débiteurs envers elle, les délèguera pour l'exécution aux banquiers créanciers, vis-à-vis desquels elle s'était de son côté engagée. Qu'est-ce à dire, sinon qu'elle ne joue qu'un rôle d'intermédiaire, qu'elle se borne à indiquer aux ban-

(1) Cf. Haristoy, *Virements en banque et chambres de compensation*, thèse, Paris, 1906, notamment p. 272 et suiv., les développements consacrés à l'analyse juridique des opérations de la chambre de compensation, et les opinions d'auteurs citées en note.

(2) Cf. *suprà*, p. 75.

quiers débiteurs les banquiers créanciers entre les mains desquels ils doivent payer leur dette.

Sans doute l'emploi de la délégation ne suffit pas dans notre théorie à rendre compte de cette désignation arbitraire des banquiers créanciers aux banquiers débiteurs ; nous sommes obligés d'avouer que la pratique arrive seulement à des résultats analogues à ceux que donnerait une stricte application des principes théoriques. Mais du moment que ces résultats sont mathématiquement exacts, la pratique se soucie peu en général des constructions juridiques qui permettent de les atteindre. Il nous semble qu'il vaut mieux l'avouer et montrer que le droit de la délégation conduit seulement à des solutions équivalentes, plutôt que de prétendre rendre compte, jusque dans le détail, de ces opérations de liquidation simplifiée, en y attribuant le rôle de contractant personnel à un organe central qui n'a pas d'intérêts en cause et dont le rôle reste en réalité purement officieux.

§ 3. — Liquidation des ordres inverses donnés par un même client à des agents de change différents.

Nous avons jusqu'ici envisagé la liquidation entre agents de change et la liquidation d'agent à client comme sans influence l'une sur l'autre ; il en va être autrement au contraire dans l'hypothèse qui nous reste à examiner.

Souvent, au lieu de charger un même agent de change des opérations inverses qui lui permettront à l'échéance de

liquider différentiellement ses engagements, un opérateur à terme divise ses ordres entre plusieurs charges (1). Son but est d'éviter ainsi toute indiscretion qui pourrait faire connaître, avant l'échéance, sa position exacte.

Soit par exemple un spéculateur à la hausse, M. Il charge l'agent de change Pierre d'acheter pour lui 3.000 francs de rente française à 96 francs fin courant ; puis il revend les mêmes 3.000 francs de rente sur le même terme, au cours de 97 francs, par l'intermédiaire de l'agent de change Paul.

Acheteur pour 96.000 francs, vendeur pour 97.000, il a réalisé un bénéfice de 1.000 francs. C'est ce gain qui, en définitive, lui restera entre les mains, après exécution intégrale des deux contrats qu'il a successivement conclus ; et là se borneront pour lui les résultats de sa double opération. Il s'agit de trouver un moyen d'éviter des livraisons de titres et des paiements d'espèces inutiles. La

(1) Lorsqu'un opérateur à terme n'a conclu qu'un seul achat et une seule vente, il ne peut être évidemment en rapports qu'avec deux agents de change au maximum. Mais fréquemment les achats et les ventes conclus par un spéculateur sur un terme donné sont multiples ; le spéculateur peut avoir confié chacun de ses ordres à un agent de change différent. Souvent il arrivera que, quoique portant au total sur une même quantité de titres, les achats et les ventes seront en nombre inégaux, le spéculateur ayant par exemple acheté en bloc ce qu'il avait vendu en plusieurs fois.

La liquidation sera alors un peu plus compliquée que lorsque le donneur d'ordre n'a conclu qu'un achat dans une charge et une vente dans une autre. Mais les procédés de liquidation employés en pratique et les opérations juridiques sur lesquelles ils reposent sont identiquement les mêmes. Nous ne nous occuperons donc dans la suite de nos explications que de l'hypothèse la plus simple, celle où il y a eu un seul achat et une seule vente.

simplification pratique à atteindre est du même ordre que celle obtenue dans la liquidation centrale entre agents de change. Dans l'un et l'autre cas, la compensation légale ne peut jouer *de plano* parce que les opérations à compenser n'ont pas été conclues avec les mêmes contre-parties. Comment remédier à cette dualité des intermédiaires qui ont contracté à la corbeille pour notre spéculateur ? L'alinéa 2 de l'article 66 du décret de 1890 permet de procéder dans cette hypothèse à une compensation analogue à celle prévue par l'alinéa 1 du même article pour le cas où les opérations inverses ont été effectuées par le même agent de change. Il suffit que les deux agents de change soient à l'échéance avertis par leur client commun des opérations qu'il a engagées chez chacun d'eux ; ils pourront alors d'un commun accord procéder à une liquidation différentielle ; les créances de titres seront intégralement compensées, les créances de prix le seront jusqu'à concurrence de la plus faible, et la différence entre les deux prix sera seule due (1).

(1) Décret du 7 octobre 1890, art. 66. « Les opérations engagées chez plusieurs agents de change par un ou plusieurs donneurs d'ordre peuvent de même être compensées, si les diverses parties intéressées y consentent. »

Cet article va plus loin que l'hypothèse que nous étudions au texte ; il prévoit compensation non seulement des opérations engagées chez plusieurs agents de change par un même spéculateur, mais même des opérations engagées par plusieurs spéculateurs, pourvu qu'il y ait entente entre eux. Ce dernier cas semble beaucoup moins pratiqué. Il n'appelle pas du reste de commentaires particuliers ; les deux opérateurs seraient désormais considérés comme ne faisant plus qu'un vis-à-vis des agents de change, par l'effet d'une novation par changement de débiteur et de créancier affectant le contrat conclu par l'un d'eux.

Mais cette liquidation n'est pas aussi simple qu'elle le semble au premier abord. Les difficultés viennent de ce que les agents de change n'ont pas servi de contre-parties à leur client. Sans doute ils peuvent être considérés pour la simplicité de la liquidation comme étant l'un acheteur, l'autre vendeur de leur client. Il n'en est pas moins vrai qu'en la rigueur des choses ils ne sont que mandataires, et que, pour se procurer les titres ou les fonds qu'ils devront remettre à leur client, ils ont porté ses ordres à la corbeille. Ils ont donc eu pour contre-parties d'autres agents de change, Richard et Laurent, envers qui ils sont tenus d'exécuter à l'échéance.

Or lorsque le donneur d'ordre s'était adressé constamment au même agent de change, dans les comptes établis par celui-ci pour la liquidation centrale, les deux opérations successives se balançaient l'une l'autre. Les titres négociés ne figuraient donc ni au crédit ni au débit de l'agent de change dans le solde global établi pour la valeur traitée ; les prix stipulés n'y entraient en ligne de compte que pour la seule différence, solde de compensation. La liquidation différentielle accordée par un agent de change à son client était donc contrebalancée par la liquidation différentielle de ses propres engagements vis-à-vis de ses confrères.

Ici, il en est tout autrement. Chacun des agents de change n'a été chargé que d'une seule opération. S'il fait entrer cette opération dans le calcul de son solde global, il se trouvera par là créancier de titres qu'il n'a plus à livrer à son client et débiteur de sommes que celui-ci ne lui verse plus

(ou réciproquement). Il est donc nécessaire que, par un procédé quelconque, les agents de change qui liquident différemment leur donneur d'ordre commun annulent, dans les comptes qu'ils établissent vis-à-vis de l'ensemble de leurs confrères, les obligations qu'ils ont assumées comme mandataires du client ainsi liquidé ; seule devra figurer dans leurs comptes la différence qu'ils doivent verser à ce client ou qui leur est due par lui.

Les praticiens ont imaginé le système suivant. Les agents de change mentionneront sur leurs livres une opération fictive accomplie entre eux, inverse de l'opération primitive effectivement conclue pour leur client. Ainsi, dans notre exemple, Pierre, acheteur de 3.000 francs de rente française, inscrira sur ses livres une vente des mêmes titres consentie à Paul, et Paul, vendeur de ces titres, inscrira un achat identique où il aurait eu Pierre comme contre-partie. Par suite, chacun des agents de change pourra désormais, dans la liquidation centrale, compenser l'opération primitivement conclue avec la nouvelle opération inverse.

Mais à quel cours seront conclues ces ventes qui n'ont pas été effectivement traitées à la corbeille, qui n'ont d'existence que dans les livres des agents de change et pour les besoins de la liquidation ? A ces marchés fictifs, il faudra un cours fictif. Il est fixé pour chaque liquidation par la chambre syndicale : c'est le cours de compensation (1).

Supposons que pour la rente française ce cours soit

(1) Il est fait du reste du cours de compensation à la bourse d'autres emplois dont nous ne nous préoccupons pas ici.

97 fr. 50. Pierre, acheteur effectif de 3.000 francs de rente française à 96 francs, vendeur fictif des mêmes titres à 97 fr. 50, portera à son crédit vis-à-vis de l'ensemble de ses confrères la différence des deux sommes, soit 1.500 francs ; Paul, vendeur à 97 francs, acheteur à 97 fr. 50, sera débiteur de 500 francs. En compensant ces deux sommes, nous constatons que Pierre et Paul réalisent ensemble un bénéfice de 1.000 francs, précisément le bénéfice qu'ils ont versé à leur client commun M.

Ces 1.000 francs proviennent de la différence des cours auxquels ont contracté les contre-parties de Pierre et de Paul, les agents de change Richard, vendeur à 96 fr., et Laurent, acheteur à 97 francs (1).

Peut-être Richard et Laurent auront-ils tous deux négocié pour le compte d'un même client P, qui, comme M, aura usé des facilités qui lui sont données par l'alinéa 2 de l'article 66 pour liquider différentiellement sa position. Richard et Laurent porteront alors sur leurs livres, comme Pierre

(1) Il peut arriver évidemment qu'en négociant pour le compte de M, Pierre et Paul aient eu tous deux la même contre-partie, Richard. Le solde débiteur à la charge de Richard apparaît alors aisément par la comparaison des deux cours. De deux choses l'une, ou Richard conclut ses deux contrats successifs pour le compte d'un même client ; ce client est alors en perte de 1.000 francs qu'il versera à Richard après compensation pour le surplus de ses créances et de ses dettes, ou Richard a agi pour le compte de deux clients distincts décidés l'un et l'autre à exécuter effectivement, l'un acheteur à 97 francs, l'autre vendeur à 96 francs et les 1.000 francs que Richard doit verser à ses confrères apparaîtront encore à son actif dans sa liquidation avec ses clients, par l'application qu'il fera de l'ordre d'achat reçu de l'un à l'ordre de vente reçu de l'autre.

et Paul, une contre-opération fictivement conclue entre eux pour le compte de P, au cours de compensation, soit 97 fr. 50 ; la compensation de cette contre-opération avec les opérations primitives constituera Richard débiteur de 97.500—96.000 francs, soit 1.500 francs, et Laurent, au contraire, créancier de 97.500—97.000 francs, soit 500 francs, ce qui fait bien apparaître au passif de la combinaison Richard-Laurent, les 1.000 francs qui se retrouveront à l'actif de la combinaison Pierre-Paul.

Si Richard et Laurent ont opéré pour le compte de deux clients différents, prêts tous deux à exécuter intégralement, il n'apparaît pas moins, en comparant le cours auquel Richard a vendu avec le cours auquel Laurent a acheté, que Laurent et Richard ont à eux deux versé 1.000 francs de plus qu'ils n'ont reçu.

Ainsi le résultat voulu a été atteint dans la liquidation centrale entre agents de change. Pierre et Paul ont à eux deux touché la différence à laquelle ils ont droit, et cette différence seule ; ils n'ont pas eu à exécuter effectivement chacun de leur côté les opérations compensées dans leurs rapports avec leur donneur d'ordre. Leurs confrères n'ont pas été lésés et ne pouvaient l'être ; en effet, la mention dans la comptabilité générale entre agents de change de deux nouvelles opérations inverses, un achat et une vente, qui s'annulent puisqu'elles sont conclues toutes deux au même cours et entre les mêmes agents, ne pouvait rien changer aux rapports réciproques des agents de change qui ne sont pas intervenus dans cette nouvelle opération.

Mais la fiction de cette opération conclue au cours de compensation ne peut pas être admise dans la liquidation centrale, sans réagir sur la liquidation entre les agents de change et leur client. Pierre est en effet devenu dans la liquidation centrale créancier de 1.500 francs et Paul débiteur de 500 francs. Si le client liquidé considérait ses deux mandataires comme ne faisant qu'un, pour réclamer à celui qui a vendu pour son compte le gain réalisé, il recevrait de Paul les 1.000 francs auxquels il a droit. La combinaison des deux liquidations ferait par suite ressortir une perte de 1.000 francs à la charge de Paul et un gain de 1.500 francs à l'actif de Pierre ; or Pierre et Paul n'étant que des mandataires, ne doivent ni gagner ni perdre à l'exécution des ordres de leurs clients.

L'opération fictive traitée au cours de compensation sera donc censée avoir été exécutée pour le compte du client commun M. Cette fiction ne saurait nuire à M, puisqu'il vend et achète exactement au même cours. M, acheteur chez Pierre de 3.000 francs de rente française à 96 francs, sera donc censé avoir revendu ces rentes par l'intermédiaire de Pierre à 97 fr. 50. De même, vendeur chez Paul à 97 francs, il sera censé s'être racheté chez ce même Paul à 97 fr. 50. Il pourra donc désormais liquider différentiellement sa position vis-à-vis des deux agents de change considérés comme n'en faisant qu'un. Il touchera de Pierre 1.500 francs et versera 500 francs à Paul ; il touchera donc toujours en définitive les 1.000 francs que devait lui rapporter son opération. Or les sommes qu'il reçoit de Pierre

et qu'il remet à Paul sont précisément inverses de celles que nous avons vu apparaître dans la liquidation centrale, à l'actif et au passif de ces agents de change, par l'application du cours de compensation. Leur caractère d'intermédiaires, qui ne doivent pour leur propre compte ni gagner ni perdre, se trouve donc respecté.

La liquidation différentielle des deux marchés inverses conclus pour un même opérateur est devenue ainsi possible, quoique cet opérateur ait eu recours à l'intermédiaire de deux agents de change différents. A-t-elle été poursuivie dans les conditions les plus simples possibles ? Ceci est peut-être plus contestable.

L'application du cours de compensation a eu pour effet de provoquer des mouvements de fonds plus considérables que le bénéfice réalisé en définitive par l'opérateur dont les opérations ont été liquidées ; elle a aussi rendu partiellement débiteur un opérateur qui a réalisé un bénéfice. Et c'est pourquoi le règlement de 1890 réserve aux intéressés le droit de se refuser à la liquidation différentielle amiable d'opérations ainsi engagées (1).

Cherchons à nous rendre compte des principes juridiques sur lesquels repose cette liquidation différentielle.

L'inutilité de l'emploi du cours de compensation ressortira, croyons-nous, d'un examen approfondi de ces principes.

(1) Cf. règlement de 1890, article 66. Ces opérations peuvent être compensées « si les diverses parties intéressées y consentent » dit cet article.

Créancier chez un agent de change de ce dont il est débiteur chez l'autre, M, le donneur d'ordre commun, doit pouvoir acquitter sa dette au moyen de sa créance ; la construction juridique à employer sera celle dont nous avons déjà fait usage dans des circonstances analogues pour la liquidation centrale entre agents de change : la délégation. Mais, dans la liquidation centrale, lorsqu'un agent de change s'acquittait de sa dette envers un de ses collègues en lui abandonnant sa créance sur un autre de ses collègues, il laissait le délégué obligé d'exécuter envers le délégataire ; il n'en saurait être de même ici. Les deux agents de change accordent en effet à leur client commun le bénéfice de la même liquidation dont il aurait profité s'il leur avait confié à chacun deux ordres inverses. Mais en ce cas, après paiement ou encaisse d'une différence, suivant les circonstances, ils se trouvaient affranchis de toute autre obligation vis-à-vis de ce client, comme ils étaient aussi dispensés pour les marchés conclus à la corbeille de toute exécution autre qu'une exécution différentielle. Si ici M déléguait simplement Paul à Pierre pour le paiement des 96.000 francs qu'il lui doit et Pierre à Paul pour la livraison des 3.000 francs de rente française qu'il l'a chargé de vendre, le résultat cherché ne serait pas atteint.

M se trouverait bien dans la situation voulue, c'est-à-dire qu'il serait en droit d'exiger de Paul le versement des 4.000 francs qui constituent son bénéfice, puisque créancier de 97.000 francs, il l'a chargé d'éteindre une dette de 96.000 francs seulement. Mais en définitive Paul serait

tenu de verser 96.000 francs à Pierre, Pierre de livrer 3.000 francs de rente française à Paul ; c'est-à-dire que les deux agents de change se trouveraient respectivement vendeur et acheteur l'un de l'autre. Or ils ne sont plus désormais mandataires de leur client, puisque celui-ci en les déléguant l'un à l'autre s'est retiré de l'opération ; ils auraient donc en définitive conclu pour leur propre compte un marché inverse de celui qu'ils avaient cru exécuter pour M. C'est un résultat qu'ils ne sauraient accepter.

Il n'en faudrait pas conclure que la formule juridique à appliquer soit différente de celle qui donne la clef des opérations accomplies dans la liquidation centrale entre agents de change ; ici comme là, la délégation suffit à expliquer la liquidation simplifiée. Mais, dans la liquidation centrale entre agents de change, après établissement des soldes élémentaires actifs et passifs, chaque agent de change se trouvait pour une valeur donnée à la fois créancier et débiteur. Ici la situation est analogue ; on ne se rendrait pas compte de la marche suivie, si l'on envisageait isolément les relations contractuelles des deux agents de change et de leur donneur d'ordre commun. Ces deux agents de change sont, pour l'opération que nous étudions, liés par deux autres marchés aux confrères qui leur ont servi de contre-parties à la corbeille ; l'efficacité de la délégation opérée ne se comprend que si l'on considère simultanément la liquidation de ces deux séries de marchés.

C'est bien ce qui se produit dans la pratique de la bourse, où nous avons vu l'opération fictive au cours de compen-

sation mentionnée dans les deux liquidations. Cette mention par Pierre et Paul, dans leurs comptes établis en vue de la liquidation centrale, d'une contre-opération fictive, conclue par eux au cours de compensation, a eu en réalité pour effet de faire disparaître de ces comptes, sauf pour la différence entre le prix stipulé et le cours de compensation, le marché primitivement conclu par eux à la corbeille. Par là ils ont mis en rapports leurs confrères Richard et Laurent, qu'aucun lien contractuel n'unissait jusque-là; si Pierre et Paul liquident différemment, Richard et Laurent vont se trouver tenus l'un envers l'autre de l'exécution effective à laquelle ils s'étaient originellement engagés envers Pierre et Paul.

Le second acte de la liquidation différentielle accordée par les agents de change Pierre et Paul à leur client commun M, est donc une entente entre ces deux agents de change pour la liquidation des marchés qu'ils avaient conclus à la corbeille en exécution des ordres de M; ils se délèguent l'un l'autre à leurs contre-parties Richard et Laurent, en exécution des obligations qu'ils avaient assumées envers ceux-ci.

Quelles sont en effet les créances et les dettes de Pierre et de Paul, tant l'un vis-à-vis de l'autre que vis-à-vis de Richard et de Laurent, après que leur client M s'est effacé en les délèguant l'un à l'autre?

Paul doit 96.000 francs à Pierre, Pierre doit 3.000 francs de rente française à Paul;

c'est là l'effet de la liquidation différentielle accordée à M.

D'autre part :

Laurent doit à Paul 97.000 francs, Paul doit 3.000 francs de rente à Laurent.

Pierre doit à Richard 96.000 francs, Richard doit 3.000 francs de rente à Pierre ;

ces deux dernières séries d'obligations sont celles résultant des marchés autrefois passés à la corbeille pour le compte de M.

Mais Paul et Pierre sont à la fois créanciers et débiteurs pour des sommes égales, abstraction faite d'une légère différence pécuniaire ; ils vont donc pouvoir s'effacer par délégation (1). Paul, créancier de Laurent pour 97.000 francs et débiteur de Pierre pour 96.000, déléguera Laurent à Pierre pour le paiement de cette somme, et touchera personnellement 1.000 francs ; mais Pierre ne touchera pas les 96.000 francs que lui doit désormais Laurent ; il déléguera à nouveau celui-ci à Richard dont il est débiteur pour une somme identique.

De même Pierre, créancier de Richard pour les rentes françaises dont il est débiteur vis-à-vis de Paul, déléguera

(1) La facilité avec laquelle s'opérera la délégation apparaît mieux encore si l'on pose les obligations existantes dans l'ordre suivant :

Laurent doit à Paul	97.000 francs.
Paul — Pierre	96.000 »
Pierre — Richard	96.000 »
Richard doit à Pierre	3.000 francs de rente française.
Pierre — Paul	—
Paul — Laurent	—

On voit aussitôt comment, sauf la différence pécuniaire qui sera due par Laurent à Paul, toutes les obligations réciproques de nos quatre contractants pourront être éteintes par le paiement de Laurent à Richard et la livraison de Richard à Laurent.

Richard à Paul ; et Paul, débiteur des mêmes titres envers Laurent, lui déléguera à son tour Richard.

Pierre et Paul se sont ainsi affranchis de leurs dettes et ont en même temps abandonné leurs créances ; en outre Paul a recouvré les 1.000 francs qu'il avait dû déboursier dans la liquidation différentielle consentie à M. Comme leur client M, Pierre et Paul ont donc liquidé leur position par compensation. Les obligations primitives qui unissaient Pierre et Paul avec M d'une part, et avec Laurent et Richard de l'autre, ont fait place à un rapport synallagmatique unique, en vertu duquel Richard doit remettre à Laurent 3.000 francs de rente française et Laurent doit payer à Richard 96.000 francs.

La liquidation différentielle par deux agents de change des ordres inverses qui leur sont remis par un même client nous apparaît donc comme possible par l'emploi pur et simple de la délégation. Ici aussi, il y a mise en jeu des principes généraux de l'extinction des obligations et non emploi de procédés de règlements fictifs.

Cependant l'analyse que nous avons faite ne correspond pas exactement, nous devons le reconnaître, à la pratique suivie. Nous avons en quelque sorte construit un procédé de liquidation parallèle à celui employé à la bourse. Pourquoi les agents de change font-ils ici intervenir le cours de compensation qui oblige à des versements plus nombreux et donne une apparence fictive aux opérations accomplies ? Nous devons avouer que nous n'en voyons pas les raisons.

Le cours de compensation peut être nécessaire à la pratique des reports, qui supposent prolongation artificielle d'une opération au moyen d'un marché non réellement conclu à la corbeille ; il n'en est pas de même ici. Il suffirait que les agents de change inscrivent à côté de l'opération liquidée différentiellement une mention constatant cette liquidation ; ils expliqueraient ainsi pourquoi ils ne la font pas figurer dans l'établissement de leur solde global.

Reprenons notre même exemple pour montrer comment se présenteraient alors les comptes des agents de change intéressés :

Pierre passerait purement et simplement l'opération sous silence dans l'établissement de son compte de liquidation ; il n'en résulterait pour lui ni préjudice, ni bénéfice, puisqu'en définitive il n'a rien à toucher ni à verser.

Paul inscrirait une créance de 1.000 francs, lui permettant de rentrer dans la somme qu'il doit verser à M. Ces 1.000 francs lui seraient payés dans la liquidation centrale sur l'excédent des sommes dues par Laurent, par rapport aux sommes dues à Richard.

Quant aux titres négociés, ils ne figureraient ni dans les comptes de Pierre, ni dans ceux de Paul.

Une pareille manière de procéder serait plus simple que celle en usage dans les bourses :

2) Pierre serait dispensé de tout mouvement de fonds ; l'application du cours de compensation l'oblige au contraire à recevoir 1.500 francs d'une main pour les verser de l'autre.

c) M toucherait d'un coup les 1.000 francs auxquels il a droit, tandis que le cours de compensation l'oblige à payer 500 francs d'un côté pour en toucher 1.500 de l'autre.

Seul Paul se verrait tenu d'un mouvement de fonds un peu plus considérable, payant et touchant 1.000 francs, au lieu de 500 dans le système du cours de compensation. Quant à Richard et Laurent leur situation n'en serait en rien modifiée.

Si la solution que nous préconisons est avantageuse au point de vue pratique, au point de vue théorique elle est la seule conforme aux principes juridiques. Son adoption supprimerait l'apparence irréaliste que donne à la liquidation du marché la fiction d'opérations conclues au cours de compensation ; elle montrerait clairement que les seuls principes généraux des obligations suffisent à expliquer l'extension du bénéfice de la liquidation différentielle au donneur d'ordre qui a eu recours à deux agents de change différents (1).

§ 4. — Liquidation différentielle amiable dans le marché libre.

Les intermédiaires libres ne sont soumis par la loi à aucune règle spéciale, pour les valeurs non admises à la cote officielle (2).

(1) Ajoutons que si l'on adoptait notre solution, on pourrait rayer de l'article 66 du décret de 1890 la restriction qu'il contient. Cf. *suprà*, p 91 et la note. Cette restriction perdrait en effet sa raison d'être, si la liquidation différentielle ne risquait plus de mettre momentanément à découvert l'un ou l'autre des deux agents de change.

(2) Le monopole des agents de change pour les valeurs inscrites à

Mais en fait la coulisse s'est donné une organisation très voisine de celle des agents de change. Il existe à Paris un syndicat des banquiers en valeurs à terme (1) qui détient le monopole des marchés à terme conclus en bourse, et les liquide différentiellement suivant des règles analogues à celles suivies entre agents de change. Cependant les coulistiers ne tombent pas, comme les agents de change ou les courtiers officiels, sous le coup de l'article 85 du Code de commerce ; ils peuvent faire des opérations de commerce, par conséquent acheter et revendre à terme pour leur propre compte. Parmi les marchés qu'ils liquideront, les uns auront donc été conclus pour le compte de leurs clients, les

la cote officielle est absolu. Cependant l'ordre de conclure une opération sur valeur cotée sera souvent remis à un intermédiaire autre qu'un agent de change.

Les grands établissements de crédit drainent ainsi une forte partie des ordres des capitalistes. Mais cela est plus vrai des opérations au comptant que des opérations à terme ; les spéculateurs, de qui émane la grande majorité des opérations à terme, s'aboutissent presque toujours directement avec un agent de change.

L'intermédiaire libre chargé d'une opération à conclure sur valeurs cotées est obligé de s'adresser à son tour à un agent de change ; il joue vis-à-vis de celui-ci le rôle d'un client ordinaire. Là seule question nouvelle qui se pose à nous est donc celle des rapports du donneur d'ordre et de l'intermédiaire libre. Il n'y a pas ici de dispositions légales applicables ; mais le décret de 1890 ne fait, nous l'avons vu, qu'appliquer le droit commun des obligations ; les rapports de l'intermédiaire libre et de son client seront donc régis par les mêmes principes que les rapports de l'agent de change avec son client.

(1) Ce syndicat a été constitué le 2 décembre 1898 ; son règlement date dans la forme actuelle du 18 mars 1907 ; il comptait, en 1907, 105 maisons adhérentes. — Cf. à ce sujet, Pons, *Du marché libre dans les bourses d'effets publics et autres valeurs*, thèse, Paris, 1907.

autres pour leur propre compte ; mais ces deux catégories de marchés sont conclues identiquement sous la même forme, sans que rien vienne révéler ni si le coulissier n'est que mandataire, ni le nom de son mandant.

Entre eux les coulissiers procèdent donc à une liquidation différentielle semblable à celle en usage entre agents de change. Ils compenseront, après délégation, les marchés inverses passés avec des contre-parties différentes, comme s'ils avaient été conclus avec une même contre-partie. Malgré l'absence d'un texte légal, ils ne pourraient refuser d'accepter la délégation qui leur est ainsi faite par leur débiteur. Les usages de bourse et les règlements de l'association dont ils sont adhérents suffisent à rendre la liquidation différentielle obligatoire (1).

Cette liquidation différentielle des marchés conclus par les coulissiers entre eux est accompagnée d'une liquidation différentielle du coulissier vis-à-vis de chacun de ses clients. Là, il y a application pure et simple des principes de la compensation légale ; l'hypothèse ne peut soulever aucune difficulté (2).

(1) Voir *infra* la discussion de la question pour les adhérents au marché du terme sur marchandises ; les arguments sont les mêmes dans les deux hypothèses.

(2) Voir ce que nous disons de la liquidation entre courtiers en marchandises et clients, *infra*, p.104. Les deux situations sont tout à fait analogues.

SECTION III. — Du règlement différentiel amiable dans
les bourses de marchandises.

Dans les bourses de marchandises, comme dans les bourses de valeurs, la liquidation des marchés à terme peut être dédoublée en deux liquidations successives : liquidation entre le courtier en marchandises et le client qui l'a chargé de ses ordres, et liquidation entre courtiers en marchandises.

Cependant le dédoublement qui se produit nécessairement au marché officiel de la bourse des valeurs, par suite de l'interdiction faite aux agents de change de spéculer pour leur compte personnel, est restreint ici à un certain nombre d'hypothèses. Sans doute les opérateurs sur le marché du terme dans une marchandise donnée sont groupés en associations syndicales, dont, seuls, les membres sont admis à opérer à la bourse ; en sorte que les non-adhérents doivent passer nécessairement, pour l'exécution de leurs ordres, par l'intermédiaire d'un courtier adhérent au marché. Mais, la plupart du temps, ces adhérents au marché opèrent pour leur propre compte ; la liquidation qui intervient entre eux n'est pas alors précédée d'une autre liquidation.

Nous examinerons donc brièvement, dans un premier paragraphe, comment, dans les cas où elle est nécessaire, s'opérera la liquidation entre courtiers en marchandises et clients opérant à terme.

Notre second paragraphe, où nous traiterons de la liqui-

dation entre les opérateurs adhérents au marché du terme, nous retiendra au contraire d'autant plus longtemps que cette liquidation est entièrement différente de celle en usage à la bourse des valeurs.

Enfin nous consacrerons un troisième paragraphe à l'étude d'une institution de liquidation centrale en usage sur certaines places et qui nous rappellera la liquidation centrale entre agents de change : les caisses de liquidation.

**§ 1. — Liquidation entre courtiers en marchandises
et clients.**

Lorsque celui qui désire vendre ou acheter à terme des marchandises pour lesquelles existe un marché organisé du terme, n'est pas adhérent aux associations d'opérateurs sur le marché, il lui faut nécessairement recourir à l'intermédiaire d'un adhérent de ces associations qui consente à se charger de son ordre. Cet adhérent fera vis-à-vis de lui l'office de courtier.

Mais les courtiers en marchandises se contentent en général de mettre en rapports un acheteur et un vendeur, qui contractent ensuite directement ensemble, et non pas chacun séparément avec lui. Il en est tout autrement ici. Le courtier ne peut contracter sur le marché du terme existant à la bourse, qu'en son propre nom ; et il est par suite personnellement responsable vis-à-vis de sa contre-partie du marché qu'il a passé pour le compte de son client, dont le nom ne figure même pas dans le marché.

D'autre part, il envoie à ce client un simple avis de conclusion de l'opération, sans lui révéler le nom de sa contrepartie ; ce nom n'a point d'importance pour son donneur d'ordre, parce que le courtier assume envers lui la responsabilité d'un commissionnaire ducroire. La situation respective de l'adhérent au marché du terme et du client dont il transmet les ordres est donc beaucoup plus voisine de celle de l'agent de change vis-à-vis de son client, que de celle d'un courtier en marchandises ordinaire vis-à-vis du vendeur ou de l'acheteur qui s'adressent à lui.

Cela étant, comment s'effectuera la liquidation entre ce courtier, adhérent au marché du terme, et ses clients ? La situation de ces intermédiaires n'a rien d'officiel, et le règlement des syndicats d'opérateurs à terme ne s'occupe que de la liquidation des marchés conclus à la bourse entre ses membres (1). A la différence des ordres donnés à un agent de change par un client, qui sont obligatoirement régis par le règlement de 1890, les ordres dont nous nous occupons ici ressortent donc du domaine de la liberté des conventions.

(1) Il y avait à cela des raisons sérieuses. Cette clientèle venant du dehors se compose pour une forte part de joueurs sans aucun lien professionnel avec la marchandise dont ils traitent ; car les conditions exigées pour l'adhésion au syndicat sont assez larges et assez peu onéreuses pour permettre à tous les professionnels de les remplir facilement.

Or les lois ou les projets restrictifs de la liberté du marché à terme s'efforcent tous principalement d'en exclure ces non-professionnels, qui faussent les cours du marché par leurs spéculations irraisonnées. — Cf. en ce sens le rapport Leygue sur la proposition Rajon, *Journ. off.*, Chambre, *annexes*, 1901, n° 2324, la loi allemande du 22 juin 1896, et la loi autrichienne du 4 janvier 1903.

Mais le règlement de 1890 ne fait, nous l'avons vu, que consacrer, dans la matière des relations entre les agents de change et leurs donneurs d'ordres, des solutions conformes aux principes généraux du droit ; il ne contient que des applications du droit de la compensation. Les mêmes règles vaudront donc sans difficultés dans les rapports entre courtiers en marchandises et clients. Si l'opérateur à terme n'a conclu qu'une seule opération, cette opération devra s'exécuter effectivement ; vendeur, il lui faudra livrer à l'échéance les quantités de marchandises qu'il a vendues ; acheteur, il pourra exiger livraison. S'il a conclu au contraire deux marchés inverses sur le même terme, la compensation légale jouera entre ces deux marchés, et éteindra les créances réciproques de marchandises en totalité et les créances réciproques de prix jusqu'à concurrence de la plus faible ; la différence des deux prix, augmentée ou diminuée du courtage, sera seule payée par le client au courtier ou par le courtier au client.

Sans doute, quoique ce courtier exécute son mandat dans des conditions qui lui donnent l'apparence d'un acheteur et d'un vendeur, il n'est dans la réalité des choses que mandataire. Mais rien ne s'oppose à ce que la compensation légale joue entre les créances d'un mandataire contre son mandant et celles réciproques du mandant contre le mandataire, lorsque ces créances sont les unes et les autres nées de l'exécution du mandat. Et il ne faut pas oublier que, par suite des modalités du marché de bourse, les obligations nées de l'accomplissement du mandat ne peuvent être exé-

cutées directement entre le mandant et la contre-partie que lui a trouvée le mandataire, mais que l'exécution en a lieu entre le mandant et son mandataire, d'une part, entre ce mandataire et la contre-partie qu'il a trouvée à son mandant, de l'autre.

Serait-il possible, ici comme à la bourse des valeurs, de liquider différentiellement les deux opérations inverses conclues par un spéculateur lorsqu'il les a confiées à deux courtiers différents ?

Jean a vendu 1.000 quintaux de blé à 22 francs le quintal par l'intermédiaire du courtier A ; il les a rachetés sur le même terme à 23 francs par l'intermédiaire du courtier B. Peut-il, en chargeant A et B d'exécuter l'un envers l'autre à sa place, se contenter de verser les 1.000 francs auxquels s'élève sa perte dans l'opération ? L'affirmative n'est pas douteuse ; et la délégation de l'un de ses mandataires à l'autre, à laquelle va procéder Jean, se concilie à merveille avec le système de liquidation employé entre les adhérents au marché du terme.

En effet, sur son ordre, A a vendu 1.000 quintaux de blé à X et B les a rachetés à Y ; Jean n'est en état ni de livrer les blés à A, ni d'en payer le prix à B. Il délègue B à A pour la livraison des 1.000 quintaux, A à B pour le paiement des 22.000 francs, et il verse à B la différence entre la créance qu'il lui délègue et la dette qu'il avait contractée envers lui, soit 1.000 francs. A et B, devenus ainsi titulaires, l'un sur l'autre, de créances inverses des dettes qu'ils ont assu-

mées envers X et Y, se délégueront l'un l'autre à X et Y. Par là ils seront libérés de leurs obligations antérieures ; ce sont X et Y, mis en rapports par ces délégations, qui procéderont l'un envers l'autre à une exécution effective (1).

Nous arrivons ainsi aux mêmes résultats que dans la liquidation centrale entre agents de change ; et ici aussi apparaît l'inutilité de l'emploi d'un cours de compensation pour cette liquidation différentielle des opérations inverses confiées à deux mandataires différents (2).

(1) Voici comment se présenteront exactement les opérations dans le système de la liquidation par filières que nous exposons dans notre paragraphe suivant.

Au jour de l'échéance, Y, vendeur de B, lui endosse une filière (ou plus exactement quatre filières de 250 quintaux chacune ; cf. p.114) portant promesse de livraison de 1.000 quintaux de blé ; cette filière est accompagnée de la facture qui se monte à 23.000 francs. B a été chargé par Jean de livrer à sa place à A 1.000 quintaux de blé contre paiement de 22.000 francs ; il réendosse donc la filière à A et remet au liquidateur une facture de 22.000 francs établie au nom de Jean sur A, en échange de la facture de Y sur lui-même ; il est tenu de payer au liquidateur la différence entre les prix portés sur les deux factures, soit 1.000 francs ; ces 1.000 francs, Jean les lui a déjà remis en lui déléguant A pour le paiement du prix stipulé ; B est désormais hors de cause ; ses créances et ses dettes sur Jean et sur Y sont également éteintes.

A, au reçu de la filière, la réendosse à son propre acheteur X ; il échange d'autre part avec le liquidateur sa facture sur X contre la facture de B sur lui-même : les deux factures étant du même montant, soit 22.000 francs, il n'y a pas lieu ici à liquidation différentielle ; A est désormais hors de cause comme B, sans avoir ni touché, ni versé aucune somme.

Restent en présence, d'une part, Y, ou celui qui lui a endossé la filière, comme livreur ; de l'autre X, ou celui à qui il réendosse la filière, comme réceptionnaire.

(2) Cf. *suprà*, p. 96 et suiv.

**§ 2. — Liquidation entre adhérents au marché du terme.
Des filières.**

Entre adhérents au marché du terme, la liquidation s'opère conformément aux règlements élaborés par les chambres syndicales nommées, pour chaque produit déterminé, par les adhérents au marché de ce produit. Par le fait de son adhésion, chaque contractant à terme se soumet à ce règlement. Seuls les marchés conclus conformément à ces règlements, dans la salle où se tient le marché du terme, constituent des marchés à terme de bourse.

Tous les marchés à terme passés dans les bourses de marchandises sont, nous l'avons vu, conclus sur un même terme ; ils portent sur des marchandises de qualités identiques et négociées par une quantité donnée ou par un multiple de cette quantité. Le seul obstacle à la compensation, et par suite à la liquidation différentielle, provient de ce que les deux marchés inverses conclus par un opérateur l'ont été avec des contre-parties différentes. Les modes de liquidation en vigueur en vertu des règlements permettent de remédier à cette impossibilité originaire de compensation.

Nous étudierons d'abord la liquidation par filières, qui est celle en usage sur la place de Paris ; et nous dirons quelques mots en finissant d'un autre mode de liquidation, le ring, parce que les principes de droit civil sur lesquels repose son fonctionnement sont différents de ceux que nous allons voir en œuvre dans la liquidation par filières.

I. — *Liquidation par filières* (1).

Prenons un exemple qui fasse apparaître comment se présente le marché à terme au moment où vont commencer les opérations de liquidation différentielle.

A, cultivateur, membre du syndicat du commerce des blé, seigle et avoine, estimant que les cours cotés par les blés en juin lui assurent un bénéfice suffisant, et voulant se couvrir contre les risques d'une baisse postérieure, vend sur octobre une partie de la récolte qu'il fera dans l'année courante,

(1) Nous n'entendons pas procéder ici à une étude complète de toutes les questions soulevées par l'emploi des filières ; nous nous placerons exclusivement au point de vue de la liquidation différentielle.

Pour tous les points qui ne sont pas traités ici, nous renvoyons à l'excellente thèse de M. Patoux, *De la liquidation par filières des marchés en spéculation sur marchandises*, Paris, 1899. L'auteur y fait notamment une étude très détaillée des différentes théories juridiques proposées par la jurisprudence pour expliquer les résultats produits par la circulation des filières. Notre dessein n'est pas d'entrer à sa suite dans l'analyse des systèmes contradictoires émis par les arrêts. Ils n'ont guère aujourd'hui qu'un intérêt rétrospectif. La plupart des décisions judiciaires rendues en la matière sont antérieures aux règlements actuellement en vigueur, plus détaillés et plus précis que les anciens. C'est sur ces règlements récents, qui ont en quelque sorte force de loi pour les parties, que nous avons exclusivement travaillé ; nous nous sommes seulement efforcés de traduire en langage juridique les formules pratiques qu'ils nous fournissent.

La tâche que nous poursuivons ainsi n'est pas de pur dilettantisme juridique. Lorsque le recours aux tribunaux est rendu nécessaire par le refus d'exécution d'un des contractants, les juges cherchent en général à faire rentrer les opérations accomplies dans l'un des cadres juridiques qui leur sont familiers ; c'est pour avoir échoué dans ce travail de construction que certains tribunaux ont rendu des décisions justement critiquées par le monde de la pratique.

soit 1.000 quintaux de blé, à 22 francs le quintal. Son acheteur est un spéculateur ; il escompte une hausse qui lui permettra de revendre avec bénéfice les blés achetés, avant le mois d'octobre où il lui faudrait en prendre livraison ; en effet dans le courant de juillet il revend ces 1.000 quintaux, pour la même échéance d'octobre, à C, moyennant 22 fr. 50 le quintal ; C revend lui-même quelque temps après à D, au cours de 23 fr. 50. La roue tourne, les cours se dépriment, et D, craignant de voir s'accroître la baisse, se résigne à revendre à E au cours de 22 francs ; enfin E revend, à perte lui aussi, à F, moyennant 21 fr. 50 le quintal. F, minotier, a besoin des blés achetés ; il ne conclut donc pas de contre-opération ; il attend simplement le moment où il pourra exiger de son vendeur livraison des 1.000 quintaux négociés.

Voici donc un même lot de 1.000 quintaux de blé qui, à l'échéance, existera réellement entre les mains du premier vendeur A ; il est devenu successivement, avant cette échéance, la propriété à terme des spéculateurs B, C, D et E, pour être revendu en définitive au minotier F, qui en a l'emploi.

A entend, au mois d'octobre, livrer les blés vendus et recevoir en échange le paiement intégral du prix qu'il a stipulé ; F, de son côté, compte prendre livraison et est prêt en échange à payer les 21.500 francs promis. Mais, du reste, que l'un fasse livraison à B, à C, à D, à E ou à F, peu lui importe, si la livraison n'offre pas pour lui de difficultés supplémentaires et s'il reçoit intégralement paiement de son

prix ; que l'autre reçoive livraison de E ou de D, de C, de B, de A, peu lui importe également, pourvu que la prise de livraison ne lui soit pas plus onéreuse ; il paiera son prix à celui, quel qu'il soit, qui exécutera envers lui les engagements souscrits par E. Quant aux acheteurs intermédiaires, ils n'ont manifestement pas eu l'intention de rester détenteurs des marchandises négociées ; ils ont seulement spéculé à la hausse. B et C, qui sont en bénéfice, ne demanderont qu'à toucher leur gain, sans prendre livraison de marchandises qu'il leur faudrait immédiatement livrer d'un autre côté. D et E sont en perte ; mais réclamer livraison effective des marchandises achetées ne les garantirait pas contre cette perte ; ils seront en effet actionnés en livraison par leurs acheteurs, et devront de toute façon leur faire livraison contre paiement d'un prix moindre que celui qu'ils ont payé à leur vendeur.

Personne n'a donc intérêt à ce que toutes les transactions passées sur nos 1.000 quintaux de blé pour la même échéance d'octobre soient effectivement exécutées. Il doit suffire de mettre en rapports, par-dessus la tête des intermédiaires qui ne demandent qu'à s'effacer, A qui veut livrer et F qui entend prendre livraison ; toutes les ventes qui ont eu pour objet un même lot de marchandises seront alors exécutées d'un seul coup par la livraison de A à F et le paiement du prix promis par F à A. Entre tous les autres contractants, deux par deux, les obligations réciproques seront éteintes par un simple paiement de différences, puisque, si l'on exécutait effectivement tous les marchés conclus, le gain ou

la perte de cette différence serait pour eux le résultat final de leurs deux contrats (1).

L'instrument qui permet de procéder à cette liquidation simplifiée est la filière.

La filière est un titre (2) transmissible par endossement, émis par un vendeur à terme de marchandises et qui contient l'engagement pris par ce dernier de livrer à l'échéance les marchandises vendues contre paiement du prix stipulé.

La filière est un titre représentatif de marchandises réellement existantes (3), très comparable à ce point de vue au chèque qui représente une somme d'argent réellement

(1) Nous n'avons fait jusqu'ici qu'indiquer la manière dont logiquement doivent se liquider ces marchés à terme sur marchandises, sans rechercher sur quels principes juridiques peut s'appuyer cette liquidation ; c'est bien là l'image de l'évolution historique de la question. Les procédés de liquidation simplifiée des marchés à terme ont été trouvés empiriquement ; c'est seulement plus tard, quand des contestations ont été portées devant les tribunaux, que l'explication juridique en a été cherchée.

Remarquons-le aussi : le processus du marché à terme à la bourse des valeurs aurait pu être décrit de la même façon. Là aussi, un certain lot de titres, vendu une première fois, est l'objet d'une série de transactions avant d'aboutir entre les mains de l'acheteur final. Mais la plus grande concentration du marché l'a fait envisager autrement. Et du reste plus fréquents peut-être sont les cas où le vendeur devient par l'intermédiaire de ses ayants cause son propre acheteur ; c'est plutôt par un procédé analogue au ring, dont nous parlons plus loin, qu'on aurait pu songer à liquider les marchés à terme sur valeurs.

(2) Les filières se présentent sous l'aspect de formules imprimées délivrées par le syndicat. Cf. Blés, art. 41, Farines, art. 53, Huiles, art. 41, Alcools, art. 45.

(3) C'est du reste la formule même employée par les règlements : « La filière est la représentation effective de la marchandise », Blés, art. 42 ; Farines, art. 54.

déposée dans une banque. Elle n'est donc pas l'instrument de liquidation fictif de marchés qui n'existent que sur le papier ; elle implique nécessairement l'existence, entre les mains de l'émetteur, des marchandises dont elle autorise la prise de livraison. A ce point de vue, les règlements des différentes associations syndicales d'opérateurs à terme sur marchandises sont très nets. Ne peut émettre une filière qui veut. L'usage des filières est intimement lié à l'existence de magasins généraux, où les marchandises négociées à la Bourse sont entreposées ; toute filière doit indiquer l'entrepôt où est déposée la marchandise mise en filière et le numéro de lot qui lui est affecté ; pour éviter toute tromperie, elle doit être visée par le directeur du magasin général où les marchandises sont entreposées, et où elles ont été l'objet d'une expertise préalable (1).

Par là, la liquidation différentielle des marchés à terme sur marchandises repose sur une base solide. Le vendeur qui émet la filière est bien réellement détenteur, au jour du terme, des marchandises qu'il a négociées. La filière émise par lui passera, au moyen d'une série d'endos, entre les mains de tous les sous-acheteurs successifs qui n'ont eu en vue qu'une spéculation différentielle, pour aboutir en définitive à un acheteur qui entend prendre livraison, et par suite arrête la filière au lieu de l'endosser à nouveau. Mais on voit aussitôt que cette liquidation par filières imprime un caractère sérieux, non pas seulement à la vente origi-

(1) Cf. Blés, art. 43, Farines, art. 56, Alcools, art. 14 et 17.

naire, mais à toutes les opérations qui seront liquidées au moyen d'une même filière (1).

Sans doute le spéculateur qui vend des blés à terme peut ne pas en détenir encore ; mais, du jour où il en aura racheté, son opération cesse d'être fictive. Pour lui livrer, en effet, son vendeur lui endosse une filière, représentative de marchandises réellement entreposées sur la place même où elles sont négociées. Il serait donc en mesure d'exécuter effectivement son obligation de livraison en exigeant exécution préalable de celle qui incombe à son vendeur. Et cette exécution effective serait possible de la part de tous les opérateurs successifs, puisque la chaîne qui les relie constate l'existence, entre les mains de l'émetteur de la filière, des marchandises, à la livraison desquelles ils ont droit.

La filière pourra être à peu près ainsi conçue : « Je livrerai sur octobre à M. B ou à son ordre 250 (2) quintaux de blé.

(1) Nous assistons, en suivant la transmission de la filière, à une sorte de circulation abrégée des marchandises qu'elle représente. La liquidation des marchés à terme sur marchandises apparaît ainsi, beaucoup plus nettement que la liquidation des marchés à terme sur valeurs, comme le règlement simplifié, mais par exécution effective, de ventes réelles. La liquidation globale de tous les contrats conclus par un agent de change, sans tenir compte de la contre-partie qu'il y avait eu, leur fait perdre leur individualité et masque dans une certaine mesure l'exécution réelle que reçoit chaque contrat dans le bloc de la liquidation différentielle. Ici, au contraire, tout contrat aboutit séparément à une livraison et à un paiement ; la livraison est constituée par l'endossement de la filière permettant d'exiger remise des marchandises, le paiement par l'échange de factures qui accompagne, comme nous allons le voir, la circulation de la filière.

(2) Rappelons que c'est par 250 quintaux ou multiples que les blés se négocient à terme. — Cf. *suprà*, p. 53 et la note. Mais lorsque

Signé : A. » A est l'émetteur de filière ou livreur. B endossera la filière à C, C à D et ainsi de suite jusqu'à F qui arrêtera la filière, c'est-à-dire qui, au lieu de l'endosser à nouveau, manifestera son intention de prendre livraison et sera ainsi constitué en demeure de le faire. F porte les noms d'arrêteur de filière ou de destinataire.

Reprenons maintenant plus en détail l'exemple succinct que nous avons donné de la circulation des filières (1), en recherchant la nature juridique des divers effets que la pratique attache à l'endossement des filières et aux opérations qui l'accompagnent.

A a émis une filière, portant offre de livraison à B, ou à son ordre, de 250 quintaux de blé. Il n'ira pas lui-même la présenter à son acheteur B ; il la remet à Paul, liquidateur (2), qu'il charge de recouvrer sa créance ; Paul est un mandataire, opérant pour le compte de A (3). Il se présente

la vente a porté sur un multiple de 250 quintaux, la livraison ne peut être effectuée par le moyen d'une seule filière ; il faut toujours émettre une filière par unité de contrat. Blés, art. 42 ; Farines, art. 54 ; Alcools, art. 11 ; Huiles, art. 11.

(1) Cf. *suprà*, p. 109.

(2) Les cinq marchés à terme organisés de la place de Paris emploient ainsi des liquidateurs pour la transmission simultanée de la filière et des factures. Il en est de même à Marseille, où ces liquidateurs portent le nom de filiéristes. Sur les usages de Marseille, moins perfectionnés que ceux de Paris, voir Patoux, *op. cit.*, chap. II.

L'emploi du liquidateur est au contraire inconnu sur les places où les filières se liquident sur un prix d'émission. — Cf. à ce sujet, *infra*, p. 115, note 1.

(3) La question de savoir si le liquidateur ne devient pas dans une

chez B, muni de la filière et de la facture de A sur B, soit une facture de 5.500 francs (1). B endosse la filière à son acheteur C ; d'autre part, il reçoit du liquidateur la facture de A sur lui-même et lui remet en échange sa propre facture sur C.

Comment s'analysent juridiquement les opérations accomplies ? B s'est retiré de la chaîne des opérateurs qui avaient négocié le lot de marchandises mis en filière. Par l'endos apposé sur la filière, il a renoncé à sa créance de livraison sur A ; il a délégué son débiteur A à son créancier C. Mais B avait conclu avec A, comme avec C, un contrat

certaine mesure mandataire à chaque endos du dernier endosseur, est controversée ; les règlements semblent en ce sens. — Cf. Blés, art. 54 ; Farines, art. 59 ; Alcools, art. 13. Voir la discussion dans Patoux, *op. cit.*, p. 217 et suiv.

(1) Nous n'étudions au texte que la liquidation des filières par échange de factures, seule en usage à Paris. Mais sur un grand nombre de places étrangères et sur certaines places françaises, notamment au Havre, les filières se liquident *sur un prix d'émission*. En ce cas l'émetteur ne joint pas à la filière sa facture sur son propre acheteur ; la filière contient indication du prix contre lequel cet émetteur fera livraison ; or ce prix est déterminé non plus par celui stipulé dans le contrat de vente primitif, mais par le cours du jour de la veille de l'émission. Le prix d'émission sera donc le même pour toutes les filières émises au même jour. Le paiement de ce prix par l'arrêteur de filière à l'émetteur en vaut paiement entre tous les endosseurs successifs. C'est donc entre le prix stipulé par eux et le prix d'émission, et non pas entre les prix convenus dans ses deux contrats successifs, que seront calculées les différences à payer ou à toucher par chaque opérateur.

Le prix d'émission fait aussitôt penser au cours de compensation en usage dans les bourses de valeurs. Nous lui adresserons les mêmes critiques : son emploi n'est pas nécessaire et imprime aux marchés, à la liquidation desquels on le fait servir, un caractère arbitraire qui n'existe pas dans la liquidation par échange de factures.

synallagmatique. Sa créance de livraison vis-à-vis de A avait donc pour contre-partie une dette d'argent, dette constatée par la facture d'un montant de 5.500 francs, établie par A, que le liquidateur lui a présentée en même temps que la filière. Pour cette dette, il a procédé à une autre délégation ; il a délégué cette fois C, débiteur envers lui du prix des marchandises, à son créancier A. A, consentant à cette délégation, a remis à B, en signe de libération, la facture qu'il avait établie sur lui.

Désormais B n'est donc plus ni créancier, ni débiteur de A, ni de C, pourvu toutefois que C accepte A comme débiteur des 250 quintaux de blé qui lui sont dus, et ratifie ainsi la délégation que lui a faite B ; la délégation en effet n'entraîne novation qu'après adhésion du délégataire (1) (art. 1275, C. civ.). A est, en vertu de la filière, débiteur de 250 quintaux de blé vis-à-vis de C. C est, en vertu de l'échange des factures, débiteur envers A du prix qu'il devait à B.

Cette double délégation par B de chacun de ses débiteurs à l'autre est accompagnée d'une liquidation différentielle. En effet, B n'a presque jamais revendu à C au même prix auquel il avait acheté de A ; dans l'exemple que nous avons choisi, en particulier, B, acheteur à 22 francs le quintal, était vendeur à 22 fr. 50. Lorsque B donne à A, en paie-

(1) Et pour nous la délégation que suppose l'endos apposé sur la filière est une délégation parfaite. Ce n'est pas ici le lieu de discuter cette question qui ne prend d'importance qu'au cas d'exécution forcée.
— Cf. *infra*, chap. III, sect. II.

ment de la facture de 5.500 francs qui lui est présentée, sa propre créance sur C, il fait abandon à A d'une créance de 22 fr. 50 $\times$ 250 = 5 625 francs. Mais A tient compte à B du supplément de valeur qui lui est fourni et lui fait verser par le liquidateur la différence restante après compensation des sommes portées sur les deux factures, soit 125 francs.

La situation est donc la suivante, lorsque le liquidateur se présente chez C, et sous réserve de l'acceptation par C de A comme débiteur :

1° B a liquidé sa position ; il a touché les 125 francs qui seraient restés finalement entre ses mains, si les deux contrats conclus par lui avaient été successivement et intégralement exécutés à l'échéance ; il n'a plus ni créance à faire valoir, ni dette à acquitter.

2° A a déboursé 125 fr., mais il est titulaire d'une créance sur G de 125 francs supérieure à celle qu'il avait sur B.

3° C a désormais comme débiteur et comme créancier A au lieu de B, mais pour une même quantité de marchandises et pour une même somme d'argent.

Le liquidateur Paul se rend alors chez C, muni de la filière, portant désormais promesse de livrer 250 quintaux de blé au dit C, et d'une facture de 5.625 francs sur lui. C, qui a revendu à D pour 23 fr. 50 le quintal, endossera la filière à D, et, comme contre-partie de cette délégation de A à D, déléguera d'autre part D à A pour le paiement des 5.265 francs qui lui sont désormais dus. Cette seconde délégation sera constatée par l'échange avec le liquidateur

de sa propre facture sur D contre celle de B sur lui-même. Mais comme la facture de C sur D est de 23 fr. 50 $\times$ 250, c'est-à-dire 5.875 francs au lieu de 5.625, la compensation joue entre la créance donnée en paiement et la dette existante ; une différence de 250 francs est ainsi dégagée au profit de C ; cette différence lui sera payée au nom de A par le liquidateur.

La double délégation consentie par C a eu les résultats suivants :

1° D'abord, par là, C a ratifié la délégation qui lui était faite de A par B ; B se trouve donc définitivement mis hors de cause ;

2° En second lieu A a déboursé 250 francs ; mais il est désormais titulaire d'une créance de 5.875 francs sur D au lieu de la créance de 5.625 francs qu'il avait sur C ; l'opération est donc pour lui indifférente ;

3° C a vu liquider différenciellement sa position. Il n'est plus désormais ni créancier, ni débiteur de B ni de D, sous la réserve que nous avons faite tout à l'heure pour B, c'est-à-dire sous réserve de ratification par D de la délégation de A qu'il lui a consentie. Il a touché les 250 francs auxquels s'élève son bénéfice et qui seraient en définitive restés entre ses mains, s'il avait exécuté intégralement et successivement les deux marchés qu'il a conclus ;

4° D, s'il ratifie l'opération accomplie en donnant son endos ou en arrêtant la filière, aura désormais pour débiteur et créancier A au lieu de C.

La même opération se répétera autant de fois qu'il le

faudra, jusqu'à ce que le liquidateur trouve un destinataire de la filière qui, au lieu de la réendosser à son tour, l'arrête, c'est-à-dire se déclare prêt à prendre livraison des marchandises indiquées sur la filière et à payer en échange le prix indiqué sur la facture établie par son vendeur direct.

Il faudra procéder à une liquidation différentielle analogue pour chaque nouvel endosseur, à moins qu'il n'ait acheté et vendu au même cours. Mais parfois, au lieu d'être due par le liquidateur à l'endosseur, la différence sera due par l'endosseur au liquidateur. Ainsi, dans l'exemple que nous avons pris, le liquidateur a payé 125 francs à B et 250 francs à C, soit 375 francs ; en revanche il touchera de D et de E, qui ont revendu moins cher qu'ils n'avaient acheté, respectivement 375 francs et 125 francs, soit 500 francs. Ayant versé 375 francs et touché 500 francs, le liquidateur a donc, au moment où il arrive chez F, qui arrête la filière, un boni de 125 francs ; mais, au lieu de la facture primitive, d'un montant de 5.500 francs que lui avait donnée A, il a en mains la facture de E sur F, établie au cours de 21 fr. 50 le quintal, soit d'un total de 5.375 francs. Lorsque A aura touché de F la somme promise par celui-ci à E, il aura encaissé exactement les 5.500 francs, montant de sa propre facture sur B.

Quand en effet le liquidateur arrive chez F, qui entend prendre livraison, il conserve la facture de E sur F, pour la reporter à A. Pour liquider l'ensemble des opérations dont le lot de marchandises considéré a été l'objet, il suffira

désormais que A et F procèdent entre eux à la livraison effective et au paiement intégral du prix. Cette exécution doit avoir lieu dans les deux jours de l'arrêt de la filière (1).

Les résultats que visaient les différents contractants ont été tous réalisés. A a touché intégralement la somme qui lui était due ; F a obtenu livraison intégrale des marchandises qui lui avaient été promises ; B et C ont touché les différences auxquelles ils avaient droit et en vue desquelles ils avaient contracté ; D et E ont payé les différences dégagées à leur détriment par leurs opérations malheureuses. Et tout cela a été obtenu avec un minimum de prestations effectives. Il n'y a eu qu'une livraison de marchandises et qu'un versement de prix, effectués respectivement par l'émetteur et l'arrêteur de filière ; tous les opérateurs intermédiaires ont seulement payé ou touché la différence qu'ils devaient ou à laquelle ils avaient droit.

En pratique, les opérations accomplies par tous les contractants pour lesquels il y a liquidation différentielle se ramènent à trois :

L'apposition d'un endos sur la filière ;

L'échange de la facture de l'endosseur sur son acheteur contre la facture établie par son vendeur sur lui-même ;

Le paiement par le liquidateur ou au liquidateur de la

(1) Cf. Blés, art. 59 ; Farines, art. 64 ; Huiles, art. 13. Le règlement des Alcools, art. 22, admet que la prise de livraison peut encore avoir lieu le troisième jour après l'arrêt de la filière jusqu'à 4 heures.

différence entre les prix auxquels cet endosseur a conclu ses deux opérations successives.

Juridiquement, les procédés employés ne sont pas moins simples : l'endos apposé sur la filière et l'échange des factures peuvent s'analyser en deux délégations, dans chacune desquelles l'endosseur est délégant ; en apposant son endos sur la filière il délègue son vendeur à son acheteur pour la livraison de marchandises qui lui était due ; en échangeant les factures, il délègue son acheteur à son vendeur pour le prix dont le paiement lui était dû contre livraison des marchandises.

Enfin le paiement de la différence est le paiement du solde restant après compensation de la créance d'argent déléguée contre la créance antérieurement existante du délégataire (l'émetteur de filière) sur le délégant (l'endosseur objet de la liquidation différentielle).

Nous ne compléterons que sur deux points l'exposé que nous venons de faire de la liquidation par filières (1).

a) Et d'abord tous ceux qui concluent un marché à terme à la bourse des marchandises sont-ils tenus d'émettre, d'endosser ou d'arrêter une filière ? Ne pourraient-ils exécuter autrement leurs obligations ?

La question ne se pose guère pour ceux qui ont à la fois

(1) Sur toutes les questions que nous omettons volontairement, parce qu'elles sont sans intérêt au point de vue de la valeur juridique de la liquidation par filières, voir l'ouvrage déjà cité de Patoux, *De la liquidation par filières des marchés en spéculation sur marchandises*.

acheté et vendu. La simplification que leur procure la liquidation par filière est trop évidemment avantageuse. On ne voit pas par quel caprice ils pourraient refuser de s'y plier.

Il ne serait pas plus admissible que l'acheteur qui désire prendre livraison et auquel est présentée une filière, sur laquelle figure l'endos de son propre vendeur, refusât d'accepter le débiteur qui lui est indiqué et prétendit exiger livraison de son vendeur personnellement (1). Celui-ci en serait quitte pour arrêter lui-même la filière, puis offrir à son acheteur livraison du même lot de marchandises, toujours entreposé dans le même magasin général. Le caractère vexatoire du refus d'acceptation de la filière serait si net, que le dernier endosseur, devenu arrêteur, serait en droit, croyons-nous, de recourir contre son acheteur en paiement des frais supplémentaires qu'aurait entraînés la mutation des marchandises au magasin général.

Reste donc seulement l'hypothèse où un vendeur, détenteur des marchandises vendues, prétendrait faire directement livraison à son acheteur sans émettre de filière. Comment lui en refuser le droit, a-t-on dit, sans proclamer par là le caractère fictif des marchés à terme conclus dans

(1) Nous verrons dans notre chapitre suivant que l'arrêteur de filière jouit d'une action en livraison contre l'émetteur de filière, et, au cas où cette livraison ne serait pas effectuée, d'une action en dommages-intérêts, contre son propre vendeur et tous les endosseurs de la filière dans l'ordre ascendant — Cf. *infra*, chap. III, sect. 3, § 2. Il est donc dans une situation beaucoup plus favorable qu'un acheteur ordinaire. C'est pourquoi l'hypothèse que nous examinons au texte ne se rencontrera guère en pratique.

les bourses ? Si ces marchés sont des ventes, le vendeur doit pouvoir satisfaire à ses obligations en offrant de livrer les choses vendues ; s'il en est autrement, ces ventes ne sont pas des ventes comme les autres. Tous les efforts que nous avons faits pour montrer que les marchés à terme conclus dans les bourses étaient conformes aux principes généraux formulés dans le Code civil, viendraient donc échouer contre ce nouvel écueil.

Mais pour quels motifs ce vendeur refuserait-il de se conformer au mode de livraison en usage dans les bourses ? La liquidation par le moyen de filières n'impose pas à l'émetteur de frais supplémentaires (1) et ne lui fait supporter qu'un très léger retard, par suite des délais nécessaires à la circulation de la filière ; le prix en vue duquel il a contracté n'est pas changé ; les garanties de paiement qui lui sont offertes se trouvent accrues (2).

L'unique mobile plausible de son refus serait le désir de livrer en un lieu autre que l'entrepôt, où il lui faudrait nécessairement emmagasiner les marchandises avant de les mettre en filière (3). Mais si c'est là son but, il faudrait

(1) On ne peut vraiment compter comme frais l'obligation d'acheter au syndicat les formules imprimées qui servent de filières ; le prix de ces formules est en effet uniformément fixé à 1 franc. Cf. par exemple : Blés, art. 41 ; Farines, art. 53.

(2) Sur ce dernier avantage, voir *infra*, chapitre III, section III, § 2, les développements que nous consacrons au cas de défaillance de l'émetteur de la filière.

(3) Dans bien des cas, du reste, cet intérêt lui-même n'existera pas. Ainsi les marchandises importées, telles que cotons ou cafés, sont habituellement déchargées directement du navire dans les entrepôts où, en vertu de la filière, elles devront être livrées. Il est impossible,

incontestablement rejeter sa prétention. Les parties peuvent en effet librement convenir du lieu où la livraison des choses vendues devra être effectuée (art. 1609, C. civ.). Or tel est le cas pour les contrats à terme que nous étudions. Ils sont conclus aux conditions habituelles du marché, et, parmi ces conditions, l'une des plus importantes est celle qui détermine les lieux où les marchandises sont livrables. Le vendeur ne peut, de sa propre autorité, augmenter les charges de l'acheteur ; il doit faire la livraison au lieu convenu, c'est-à-dire en un magasin général où l'acheteur pourra à son choix retirer les marchandises ou les mettre en filière.

Mais, ceci posé, nous autoriserions volontiers le vendeur à refuser d'émettre une filière et à exiger directement de son acheteur paiement de son prix, pourvu qu'il fasse livraison en un magasin général et à temps pour que son acheteur puisse émettre une filière (1). Décider autrement serait faire obstacle sans nécessité à l'article 1275 du Code civil qui dispose que nul n'est obligé d'accepter la délégation qui lui est faite. Seulement l'intérêt que le vendeur peut trouver à émettre une filière est alors trop mince pour

dans cette hypothèse, de trouver un motif raisonnable au refus d'émettre une filière, qu'oppose le vendeur.

(1) Ceci suppose une livraison antérieure au dernier jour du mois, puisqu'une filière ne peut être émise qu'après expertise des marchandises entreposées dans un magasin général. — Cf. *suprà*, p. 112.

Dans ces conditions le vendeur peut refuser d'émettre une filière, sans qu'il en résulte une perturbation sérieuse dans la liquidation des opérations différentielles. Son acheteur, ayant pris possession des marchandises au magasin général, émettra une filière à sa place.

que la question ait des chances de se présenter en pratique.

b) En dernier lieu, il nous faut compléter l'image par trop imparfaite que nous avons donnée du marché à terme dans les bourses.

Il est rare que toutes les opérations qui, à l'échéance, seront reliées par la filière, se succèdent dans l'ordre logique en partant d'un vendeur désireux de faire livraison, A, pour aboutir à un acheteur qui entend prendre effectivement livraison, F. En face des haussiers, qui commencent par acheter pour ne revendre qu'ensuite, opèrent les baissiers, dont l'arme est la vente à découvert.

Il arrivera donc souvent que l'un de nos opérateurs, C par exemple, aura vendu à D avant d'avoir acheté de B. Les reventes successives de D à E et de E à F peuvent avoir aussi précédé le rachat effectué par C. Ces circonstances ne feront pas obstacle à la liquidation par filières ; les endos peuvent être apposés sans tenir compte des dates auxquelles ont été conclus les contrats liquidés par ces endos.

En outre, les spéculateurs de profession engagent en général plusieurs opérations différentielles simultanées. Or, rien ne les oblige à tenir compte des dates auxquelles ils ont eux-mêmes revendu pour endosser les filières qu'ils reçoivent de leurs vendeurs ; ils peuvent les appliquer à l'un quelconque des marchés qu'ils ont conclus sur la même échéance. La clause des règlements, en vertu de laquelle il doit être émis une filière par unité de contrat, facilite encore cette application des filières reçues à des transactions autres

que celles qu'elles devraient normalement servir à liquider. Le spéculateur aura intérêt à procéder de la sorte, s'il craint que l'un de ses acheteurs ne soit difficilement solvable, et veut s'assurer immédiatement contre une défaillance de sa part.

Ces irrégularités tolérées par la pratique ne peuvent du reste rien changer à l'analyse juridique que nous avons donnée de la liquidation par filières.

II. — *Liquidation simplifiée par la formation de rings.*

La liquidation différentielle au moyen de la formation de rings, repose sur la constatation suivante : le vendeur à découvert, qui conclut une contre-opération pour pouvoir liquider différentiellement sa position, s'adresse parfois à un de ses propres ayants cause. Ainsi, supposons que A vende à découvert à B 1.000 balles de coton ; B, qui n'a acheté que pour réaliser un bénéfice différentiel, revend à C, C à D, D à E ; il se peut que, lorsque E revend à son tour, il ait précisément pour acheteur A. A, s'étant couvert, ne revendra plus. On ne voit pas bien comment l'emploi des filières permettrait de liquider une semblable série de contrats ; il y a entre leurs auteurs en quelque sorte un cercle fermé ; chacun compte sur son vendeur pour le mettre en mesure d'exécuter vis-à-vis de son acheteur, et ce vendeur n'est, en remontant de contrat en contrat, autre que lui-même. Le principe qu'une filière ne saurait être émise que par un vendeur détenant réellement les marchandises offertes ne peut donc être respecté ici.

Supposons cependant que A offre à B de lui livrer les cotons vendus, et soit délégué par B à C, puis par C à D, par D à E ; c'est à lui-même que E en dernier lieu le délèguera ; A, vendeur, offrira donc à A, acheteur, de lui faire livraison contre paiement du prix que, comme acheteur, il devait à E. Il est bien évident qu'ici les contrats conclus ne sauraient aboutir à une livraison effective ; il y aura confusion sur la tête de A. Les obligations de tous les opérateurs intermédiaires auront été liquidées suivant les mêmes principes que dans la liquidation par filières, par paiement des différences restantes, après compensation de la créance déléguée avec la dette du délégant. Mais la série des transactions revenant à son point de départ, un nouveau mode d'extinction des obligations, la confusion, apparaît ici.

Lorsque ces circonstances de fait se trouvent réunies, un ring peut être formé ; prévenus de l'impasse dans laquelle ils se trouvent, les différents opérateurs procéderont à une liquidation différentielle, sans avoir ni les uns ni les autres de marchandises à leur disposition et sans que les délégations qu'ils se consentent mutuellement aboutissent à une livraison entre deux d'entre eux.

La formation de rings suppose une collation de tous les contrats conclus sur une même date, permettant de reconstituer la succession des ventes consenties. Les commis des courtiers se réuniront, porteurs de la liste des opérations conclues par leurs patrons, et procéderont par tâtonnements à la formation des rings.

Mais, pour former un ring, il est inutile d'attendre l'épo-

que de l'échéance. Dès l'instant où un vendeur à découvert a racheté à l'un de ses ayants cause, la position des différents opérateurs entre lesquels sera formé le ring est fixée *ne varietur*. La liquidation anticipée des contrats conclus n'aura que des avantages : elle mettra notamment chacun des intéressés à l'abri des pertes qui pourraient résulter pour lui de l'insolvabilité future de son co-contractant ; elle lui permettra, d'autre part, de se faire restituer immédiatement, s'il y a lieu, la couverture qu'il a déposée. La réunion des commis des courtiers, chargés de constituer les rings, aura donc lieu chaque jour.

Le procédé du ring est surtout usité sur des places où les filières se liquident sur un prix d'émission (1) ; c'est donc par rapport à ce prix d'émission que seront calculées les différences qui resteront à solder entre chacun des opérateurs englobés dans le ring. Mais le ring n'a rien d'inconciliable avec la liquidation des filières par échange de factures, et la place de Paris connaît une pratique fort analogue avec ses filières tournantes (2).

En somme la liquidation des marchés à terme au moyen de rings ne saurait comprendre même tous ceux qui seront l'objet d'une liquidation différentielle ; elle suppose réunion de certaines circonstances de fait. Celui qui spéculé à terme sur différences ne sait jamais si ses opérations entreront dans le cercle d'un ring ; on ne saurait donc tirer de

(1) C'est surtout sur les places américaines et allemandes que ce procédé est en honneur.

(2) Sur les filières tournantes, voir Patoux, *op. cit.*, chapitre 6.

ce système aucun argument contre la validité des marchés à terme.

Mais le spéculateur eût-il su du reste qu'il sera l'objet d'une liquidation anticipée dans un ring, que le caractère réel des opérations conclues par lui n'en serait pas atteint. En effet, un seul élément nouveau intervient dans la liquidation par rings ; c'est la confusion, qui, tout comme la compensation et la délégation est un des modes d'extinction des obligations prévus par le Code civil. Le caractère effectif des ventes à terme conclues dans les bourses ressort au contraire avec une netteté singulière du fait que tous les procédés employés pour en simplifier la liquidation s'analysent dans l'un des modes d'extinction des obligations admis par le droit commun.

§ 3. — Des caisses de liquidation (1).

Les caisses de liquidation ont pour but de faciliter la liquidation des marchés à terme et de garantir les auteurs d'opérations de bourse contre les risques d'insolvabilité de leurs contre-parties (2).

Nous avons vu combien la concentration, entre les mains de courtiers, d'une bonne part des marchés à conclure en bourse en facilitait la liquidation. Mais une double liquida-

(1) E. Depitre, *Les caisses de liquidation des opérations à terme sur marchandises*, thèse, Paris, 1907.

(2) Nous examinerons ce rôle de garantie des caisses de liquidation dans notre troisième chapitre, section III, § 3.

tion restait toujours nécessaire, entre les intermédiaires et leurs clients d'une part, entre les différents courtiers de l'autre. En substituant à tous ces courtiers un opérateur unique, auquel viendraient aboutir tous les marchés à terme conclus sur une même place, on devait arriver à fondre en une seule ces deux liquidations consécutives. Telle est l'idée qui a présidé à la fondation des caisses de liquidation.

Ces caisses sont des institutions privées, auxquelles aucun opérateur à terme n'est obligé de recourir. Mais les avantages qu'elles offrent à leurs clients sont assez grands pour qu'elles centralisent, dans les bourses où elles sont bien organisées, la presque totalité des contrats à terme conclus.

Les principales sont : en France, celle du Havre pour le café, le coton, les laines, les cuivres, l'indigo, le caoutchouc et le poivre, et celle de Roubaix-Tourcoing pour les laines ; en Allemagne, celle de Hambourg pour les cafés, et celle de Magdebourg pour les sucres (1).

Les caisses de liquidation sont constituées en forme de sociétés par actions. Leurs bénéfices résultent tant de la perception d'un léger droit sur tous les marchés qu'elles enre-

(1) Voir l'étude individuelle de ces différentes caisses de liquidation au point de vue économique dans la thèse précitée de M. Depitre. A la suite de la crise du marché des sucres en 1905, il avait été question de créer sur la place de Paris une caisse de liquidation pour les sucres. Voir à ce sujet Dunan, *La crise du marché des sucres en 1905, et la question de la caisse de liquidation à la bourse des marchandises de Paris*, thèse, Paris, 1907 ; un projet de statuts pour cette caisse est publié en appendice.

gistrent, que de la gestion des sommes qui sont à leur disposition à des titres divers ; en outre, leurs actionnaires, qui sont en général de gros spéculateurs, trouvent dans leur fonctionnement des garanties pour l'exécution des marchés qu'ils ont conclus.

La caisse de liquidation ne joue pas le rôle de courtier ; elle ne s'occupe pas de mettre acheteurs et vendeurs en présence et de faciliter la conclusion de contrats ; son rôle ne commence qu'ensuite. C'est donc un nouveau rouage superposé à ceux déjà existants à la Bourse ; c'est en quelque sorte le sommet d'une pyramide de contractants dont la base serait formée par les industriels, producteurs, commerçants importateurs, simples joueurs, et qui, se continuant par les courtiers en nombre déjà restreint, viendrait aboutir à cet opérateur unique, la caisse de liquidation.

Une fois un marché conclu, le courtier qui a servi d'intermédiaire adresse à la caisse deux déclarations, une déclaration d'achat et une déclaration de vente, portant chacune le nom du client qui lui a remis un ordre, et en demande l'enregistrement. La caisse lui renvoie deux bulletins nominatifs d'enregistrement, l'un au nom du vendeur, l'autre au nom de l'acheteur. Désormais tout rapport est supprimé entre les deux clients du courtier ; la caisse s'est substituée vis-à-vis de chacun d'eux à son co-contractant. Le vendeur ne connaît plus qu'un acheteur, la caisse de liquidation ; l'acheteur qu'un vendeur, la caisse de liquidation.

On voit aussitôt combien la liquidation différentielle de marchés à terme sera facilitée par cette intervention de la

caisse de liquidation, comme contre-partie de chacun des deux contractants, dans tous les contrats dont l'enregistrement lui est demandé. Sur le marché de la bourse du commerce de Paris, où n'existe pas de caisse de liquidation, les deux marchés en sens inverse, conclus par tout opérateur soucieux de bénéficier de la liquidation différentielle, sont nécessairement passés avec des contre-parties différentes ; il faut donc, avant que la compensation légale puisse jouer, procéder à la double série de délégations qui accompagnent la circulation des filières. Ici, au contraire, dès qu'un opérateur aura conclu deux marchés en sens inverse et les aura fait enregistrer tous deux par la caisse de liquidation, les prix de ces deux marchés se compenseront jusqu'à due concurrence ; la différence seule sera due par la caisse ou à la caisse ; et il ne sera plus question de liquidation entre un non-adhérent au marché du terme et le courtier qui lui a servi d'intermédiaire, puisque les courtiers s'effacent pour laisser directement en présence leurs clients et la caisse.

Donc, au jour du terme, aucune livraison de marchandises ne sera nécessaire, pourvu que la caisse de liquidation ait enregistré pour un même opérateur deux contrats en sens inverse. Cette caisse, créancière et débitrice envers la même personne d'une même quantité de marchandises de même espèce, liquidera les deux contrats par un simple jeu d'écritures. Il en sera de même pour le paiement des prix stipulés ; mais comme probablement ces prix ne sont pas identiques, il restera une différence soit à la charge, soit au bénéfice de la caisse de liquidation. Seule cette dif-

férence fera l'objet d'une prestation effective entre la caisse de liquidation et son client.

Même, et c'est là un des avantages qu'offre la caisse de liquidation à ceux qui lui font enregistrer leurs contrats, il n'est nul besoin d'attendre l'époque du terme pour procéder à la liquidation différentielle. Cette liquidation devient possible dès l'instant où un acheteur à terme a conclu une vente pour le même terme (ou réciproquement un vendeur un achat)(1).

Peu important en effet les variations de cours postérieures qui peuvent affecter la denrée traitée; ce n'est pas sur le cours de l'échéance que se liquidera la position de notre spéculateur, mais sur les cours auxquels il a contracté. Une simple comparaison entre les cours d'achat et de vente indiquera si la différence à laquelle aboutissent ses marchés est à son bénéfice ou à sa charge.

Cette liquidation anticipée est impossible dans le fonctionnement habituel du marché à terme parce que les contreparties d'un opérateur quelconque sont différentes; on ne peut donc procéder à la compensation qu'à l'échéance, lorsqu'à l'aide de la filière un lien est apparu entre les deux contreparties d'un même contractant. Ici il suffit que la partie intéressée qui se trouve en perte, la caisse de liquidation ou son client, renonce au bénéfice du terme qui lui permettrait de ne payer la différence existant à sa charge qu'à

(1) La caisse de liquidation offrira donc à ses clients les mêmes avantages de liquidation anticipée qui résultent de la formation de rings, là où ce procédé est en usage.

l'échéance ; jusque-là en effet, les deux dettes n'étant pas exigibles, la compensation légale ne peut jouer ; il ne peut y avoir que compensation facultative. Mais une seule raison pourrait empêcher la partie débitrice de la différence de procéder à cette compensation facultative ; ce serait le désir de ne pas perdre les intérêts que la somme à payer est susceptible de produire entre le jour où la liquidation différentielle devient possible, et celui où elle serait obligatoire. Les caisses de liquidation se sont organisées en conséquence.

Elles paient au client la différence existant à son bénéfice, ou l'autorisent à verser celle existant à sa charge, moyennant présentation d'un bordereau, auquel sont joints les deux bulletins de vente et d'achat qui lui ont été remis ; mais les intérêts que cette différence pourrait produire jusqu'au jour du terme sont ajoutés à la somme à payer lorsque le client était débiteur, en sont déduits lorsqu'il était créancier. L'opération faite ici par la caisse de liquidation ressemble singulièrement à l'escompte du papier de commerce pratiqué par les banques.

Ainsi, grâce aux caisses de liquidation, les opérations à terme conclues dans les bourses de commerce aboutissent non seulement à un règlement différentiel, mais même à un règlement différentiel anticipé.

La compensation est donc la base de cette organisation des caisses de liquidation comme elle est celle de la liquidation par filières. Mais l'intervention de ces caisses, créées par des spéculateurs et pour des spéculateurs, n'est-elle

pas de nature à fausser dans son principe même le fonctionnement du marché à terme? Nous avons cherché à démontrer au début de ce travail que les contrats conclus dans les bourses étaient des ventes réelles; le fait de l'enregistrement de ces contrats par les caisses de liquidation ne leur imprime-t-elle pas, dans leur conclusion même, un caractère fictif?

Et d'abord, comment faut-il concevoir au juste cet enregistrement par la caisse de liquidation? L'enregistrement est-il un événement postérieur à la conclusion du contrat à terme enregistré, entraînant novation d'un bien contractuel antérieur; ou, au contraire, les déclarations de vente et d'achat que le courtier transmet à la caisse de liquidation ne s'analysent-elles pas en deux offres séparées de vente et d'achat, adressées directement à la caisse, et ne créant aucun rapport de droit entre les deux clients du courtier? Si cette dernière construction est, comme nous le croyons, la plus exacte, il s'agira de savoir si un contrat conclu directement avec la caisse de liquidation, par un opérateur à terme, peut être considéré comme un contrat de vente réel, c'est-à-dire engendre une obligation de transférer la propriété de la chose vendue et une obligation d'en payer le prix?

La question que nous discutons n'aurait, a-t-on dit (1),

(1) Cf. Depitre, *op. cit.*, p. 28 à 35. — M. Depitre admet, contrairement à l'opinion que nous soutenons, qu'il y a contrat entre les deux clients de la caisse de liquidation. MM. Lyon-Caen et Renault, *Traité de droit commercial*, t. III, p. 153, se prononcent au contraire dans le même sens que nous, mais sans discuter la question au fond.

qu'un intérêt théorique ; une fois le contrat enregistré, la caisse de liquidation est désormais seule en rapport avec chacune des deux parties. Cela est exact, en effet ; mais les parties étaient-elles déjà liées par un contrat de vente avant l'intervention de la caisse de liquidation ? La solution adoptée pourra avoir son intérêt, d'abord, pour la période antérieure à l'enregistrement, en second lieu, au cas où l'enregistrement serait refusé par la caisse.

a) Lorsqu'un courtier, ayant trouvé une contre-partie à son donneur d'ordre, lui a fait signer un marché à enregistrer à la caisse de liquidation, son client est-il encore libre de retirer l'ordre qu'il lui a remis, tant que cet ordre n'a pas été enregistré par la caisse ? Evidemment non, s'il y a un contrat entre les deux opérateurs rapprochés par le courtier ; de l'instant où leurs offres d'achat et de vente se sont fondues dans un contrat, ils sont liés jusqu'au moment où la caisse de liquidation aura fait connaître sa décision.

Il en sera tout autrement si nous admettons qu'il n'y a pas de contrat avant l'enregistrement par la caisse de liquidation. En ce cas, le destinataire de l'offre émise par le client du courtier ne sera plus la contre-partie inconnue que peut lui trouver ce courtier, mais la caisse de liquidation elle-même. Si l'auteur de l'une des deux offres d'achat et de vente remises au courtier veut la retirer, il a le droit de le faire. Le pseudo-contrat, que le courtier lui a fait signer, ne l'obligeait qu'envers la caisse de liquidation. Il n'y avait pas même là un avant-contrat sur la base duquel le destinataire aurait pu conclure le contrat définitif ; le donneur d'ordre

n'est à aucun degré obligé envers la caisse de liquidation, puisque celle-ci n'est pas intervenue dans le contrat, et que, dans le système français, l'offre unilatérale n'est pas créatrice d'obligation ; il ne l'est pas davantage envers la contre-partie quelconque que lui a trouvée le courtier, et dont la personnalité lui importait peu, puisque c'est envers la caisse de liquidation qu'il entendait s'obliger.

Si donc il notifiait au courtier le retrait de son ordre, celui-ci excéderait son mandat en portant néanmoins à la caisse le contrat à enregistrer ; il doit chercher une nouvelle contre-partie à celui de ses clients qui reste désireux d'exécuter (1).

Que si, malgré l'avis de son client, le courtier portait son ordre à la caisse, ce client serait sans doute obligé envers la caisse. C'est pour se garantir contre ces retraits d'ordres, pouvant troubler le système d'enregistrement simultané d'une offre de vente et d'une offre d'achat qui lui est essentiel, que la caisse de liquidation exige du courtier la remise

(1) Mais il jouirait, croyons-nous, d'une action en dommages-intérêts contre le donneur d'ordre pour les démarches qu'il a faites en son nom. Si d'autre part il ne pouvait trouver au client qui persiste à vouloir faire enregistrer son ordre à la caisse de liquidation une contre-partie aux conditions primitives, c'est sur celui qui a changé d'avis que devraient retomber les conséquences de son contre-ordre. En effet, s'il n'avait accepté primitivement de prendre position comme vendeur (ou acheteur), il aurait été facile de trouver à ce moment un vendeur aux mêmes conditions ; il est donc légitime qu'il supporte les pertes qui peuvent résulter de la variation des cours. Mais comme l'enregistrement est immédiatement demandé à la caisse de liquidation, ces variations de cours bien probablement n'auront pas été sensibles.

d'un marché signé. Le client du courtier serait donc en faute de ne pas notifier le retrait de son offre à la caisse en même temps qu'à son mandataire ; et il serait lié malgré lui par un contrat de vente avec la caisse. Mais il aurait un recours contre le courtier, pour ne pas avoir tenu compte du retrait de son mandat. Aucun droit du même genre ne lui appartiendrait, au contraire, s'il y avait eu contrat entre lui et l'autre client du courtier, au moment où celui-ci leur a fait signer leurs déclarations d'achat et de vente.

b) D'autre part, l'intérêt de notre question pourrait encore apparaître, avons-nous dit, si la caisse de liquidation refusait l'enregistrement du contrat. Les clients du courtier resteront-ils obligés l'un envers l'autre ? Avec la solution que nous proposons, aucun doute n'est possible : l'offre de contracter a été adressée à la caisse ; si la caisse la refuse, cette offre tombe ; il ne peut être question d'obligation des clients du courtier l'un envers l'autre, puisqu'à aucun moment ils n'ont contracté ensemble.

Il en pourrait être autrement s'il y avait eu contrat entre les auteurs des deux offres présentées à la caisse. Sans doute ce contrat n'était vraisemblablement qu'un contrat sous condition d'enregistrement. (Et l'on remarquera aussitôt l'étrangeté de cette solution ; le contrat ne produira d'effets entre les contractants que s'il est l'objet d'une novation supprimant toute obligation entre eux ; si cette novation ne se produit pas, le contrat sera rétroactivement résolu.) Mais encore n'est-ce pas certain : la question se pose de savoir quelle était l'intention des parties en signant le marché qui

leur est proposé par le courtier. Et si l'on part de l'idée qu'il y a un contrat, sa rédaction pourrait faire admettre qu'elles ont entendu s'engager l'une envers l'autre en tout état de cause, mais en priant le courtier de faire le possible pour substituer à leurs engagements réciproques un lien obligatoire entre chacune d'elles et la caisse de liquidation.

Les intérêts de la question étant ainsi délimités, comment justifierons-nous la solution que nous lui donnons ?

Il est évident que si les parties s'étaient formellement prononcées dans un sens ou dans l'autre, leur volonté devrait être suivie. S'il n'était pas fait mention dans les contrats signés par elles de l'enregistrement par la caisse de liquidation, elles devraient être présumées s'être engagées l'une envers l'autre de toute façon. Mais que décider lorsqu'elles stipulent que le contrat devait être enregistré par une caisse de liquidation ?

A consulter les règlements de ces dernières, il semble qu'il y a eu réellement contrat entre les auteurs des offres d'achat et de vente qui leur sont présentées. C'est ainsi que le règlement de la caisse du Havre parle du « contrat qui résulte d'un marché fait sur papier dûment timbré, signé par les contractants » ; on y lit encore : « Les contractants qui déclarent un contrat présentent simultanément la déclaration du vendeur et celle de l'acheteur, accompagnées d'un marché, dûment timbré, signé par eux, qui reste déposé à la caisse de liquidation après l'enregistrement. » Enfin la formule de la déclaration d'achat ou de vente présentée à la caisse porte : « Le soussigné a acheté pour être enregistré

à la caisse de liquidation, à laquelle il reconnaît tous les droits du vendeur... », ce qui semble bien faire allusion à la novation d'une obligation préexistante.

Mais qu'importe aux caisses de liquidation qu'il y ait ou non contrat entre les opérateurs dont les offres inverses leur sont présentées à l'enregistrement ? Deux choses seulement les préoccupent : d'abord qu'à tout achat enregistré corresponde une vente identique ; ce premier résultat est manifestement atteint puisque leurs deux offres inverses ont pu être réunies en forme de contrat. En second lieu elles veulent se couvrir contre la possibilité du retrait par l'un de leurs deux clients de l'offre qui leur est adressée ; or le pseudo-contrat que le courtier fait signer à ses clients a tout au moins pour résultat de rendre inopposable à la caisse le retrait qui ne lui serait pas personnellement notifié. Le fond de la question est pour elles sans intérêt ; il ne faut donc pas leur demander d'argument pour ou contre.

Quels effets produirait donc une vente conclue entre les clients du courtier lorsque cette vente ne doit pas subsister si la caisse de liquidation refuse l'enregistrement (1) ? Elle n'engendre à aucun moment, à la charge du vendeur, l'obligation de livrer au terme entre les mains de l'acheteur, ni à la charge de l'acheteur l'obligation de livrer au terme entre les mains du vendeur ; elle les oblige seulement à

(1) Hypothèse rare, car la caisse de liquidation ne refusera pas l'enregistrement d'un contrat conclu entre des opérateurs auxquels elle a déjà eu affaire, et ses clients par suite n'envisageront même pas la possibilité d'un refus.

livrer à la caisse de liquidation ou à prendre livraison d'elle après enregistrement du contrat. Mais quel est alors le lien obligatoire nové ? Un lien obligatoire sous condition à la fois suspensive et résolutoire : suspensive, car il n'existera que du jour de l'enregistrement par la caisse de liquidation ; résolutoire, car cet enregistrement en lui donnant naissance le fera aussitôt disparaître par novation.

Le seul effet du soi-disant marché conclu est de donner plus de force aux deux offres inverses présentées simultanément à la caisse de liquidation, de lui garantir que ces offres, qui ne lui sont pas remises directement par ceux dont elles émanent, mais bien par l'intermédiaire d'un mandataire, n'ont pas été retirées par leurs auteurs. S'il y a contrat avant l'enregistrement par la caisse de liquidation, ce n'est pas entre les deux clients du courtier, mais plutôt entre ce courtier et chacun de ses clients ; ce sera un contrat obligeant ceux-ci à maintenir leurs offres, vis-à-vis de la caisse de liquidation, jusqu'au moment où elle les aura soit acceptées, soit rejetées.

Cela étant, le fait que le marché à terme est conclu directement entre chacun des opérateurs et la caisse de liquidation peut-il avoir quelque influence sur son caractère réel ou non ? Y a-t-il par le fait de la conclusion du contrat avec la caisse de liquidation convention de non-exécution ?

Il n'en est rien. Pas plus que les autres marchés conclus dans les bourses, les marchés enregistrés par la caisse de liquidation n'obligent à la conclusion d'un contrat inverse

postérieur. L'auteur d'une offre de vente enregistrée par la caisse peut être en état de faire honneur à ses engagements, sans lui avoir fait enregistrer d'achat postérieur. Cela proviendra, soit de ce qu'il détient effectivement les marchandises vendues, soit de ce qu'il a conclu un second contrat inverse, mais sans le faire enregistrer par la caisse chose toujours possible puisque la caisse de liquidation ne jouit d'aucun monopole.

Les contrats enregistrés à la caisse de liquidation peuvent donc donner lieu à exécution effective ; ils y sont même destinés dans leur principe. S'ils aboutissent, en général, à une liquidation par compensation entre la caisse et son client, c'est par suite de la conclusion purement volontaire par celui-ci d'un second contrat en sens inverse.

Est-ce à dire que la caisse de liquidation prendra livraison des marchandises achetées par elle et en paiera le prix en retour ? Non pas ; la caisse ne conclut jamais de marchés pour son propre compte. Mais on en reviendra alors au système habituel de liquidation des marchés à terme par filières.

En vertu des règlements de la caisse, tout acheteur, qui ne s'est pas couvert avant l'échéance par une vente et est tenu par conséquent de livrer, doit émettre une filière indiquant le prix d'émission, c'est-à-dire le cours affiché en bourse la veille de l'émission de la filière (1). Cette filière est adressée à la caisse. Or parmi les opérateurs qui ont fait enregistrer leur contrat par la caisse, il y en aura un,

(1) Cf. *suprà*, p. 115, note 2.

en sens inverse, qui entend prendre livraison à l'échéance, c'est-à-dire qui s'est porté vendeur vis-à-vis de la caisse, sans lui racheter postérieurement. Ce ne sera généralement pas le donneur d'ordre qui a servi de contre-partie à l'émetteur de filière, lors de l'enregistrement par la caisse ; mais cet acheteur qui doit prendre livraison existe nécessairement, puisque la caisse de liquidation n'enregistre jamais une opération isolée, achat ou vente, mais seulement les opérations des deux contre-parties, acheteur ou vendeur. Compensation faite entre tous les achats et toutes les ventes passés en sens inverse par un même opérateur, il reste toujours un nombre identique de ventes qui doivent être exécutées par une livraison et d'achats qui doivent être soldés par un paiement effectif. La caisse ne pourra donc jamais être tenue ni de livrer des marchandises, ni de payer intégralement le prix d'un contrat ; elle liquidera toujours différemmentiellement en endossant à ses acheteurs les filières qui lui sont remises par ses vendeurs (1).

Soit une vente de 1.000 sacs de café, enregistrée par la caisse de liquidation au cours de 45 francs le sac. V, vendeur, endosse à la caisse une filière au prix d'émission, soit

(1) Lorsque celui qui a vendu à la caisse a racheté par ailleurs sans faire enregistrer à la caisse cet achat, il endossera à la caisse la filière qui lui est remise par son vendeur. En sens inverse, lorsqu'un acheteur de la caisse a revendu par ailleurs, il réendossera à son acheteur la filière qui lui est endossée par la caisse.

Rien ne sera changé à la liquidation différentielle de ce vendeur et de cet acheteur avec la caisse. L'exécution effective sera seulement reportée plus loin, entre un acheteur et un vendeur qui ne sont pas clients de la caisse.

en l'espèce 43 francs ; la caisse réendosse cette filière à A, qui, acheteur en vertu d'un autre contrat à 40 francs, ne s'est pas mis en état de liquider différentiellement par une contre-opération. V fera donc livraison effective à A, contre paiement du prix d'émission, soit 43.000 francs. La caisse lui a payé la différence entre le prix stipulé par lui et le prix d'émission, soit $45.000 - 43.000 = 2.000$ francs ; elle a payé, d'autre part, à A la différence entre le prix d'émission et le prix stipulé par lui, soit $43.000 - 40.000 = 3.000$ fr.

V et A ont donc exécuté effectivement l'un vis-à-vis de l'autre. A est entré en possession des 1.000 sacs de café achetés, contre paiement des 40.000 francs (ici $43.000 - 3.000$) stipulés dans son contrat ; A les a livrés contre paiement des 45.000 francs (ici $43.000 + 2.000$) stipulés par lui. La caisse de liquidation a délégué l'un à l'autre son acheteur et son vendeur, et s'est bornée au paiement de différences ; mais elle retrouvera nécessairement sur les contre-parties de V et de A les 5.000 francs qu'elle a dû déboursier.

C'est, en effet, sur cette balance mathématiquement exacte de leurs gains et de leurs pertes que repose tout le système des caisses de liquidation. En réalité, la liquidation des différents marchés qu'elles enregistrent n'est pas envisagée de la même façon par les caisses de liquidation et par leurs clients ; le caractère réel de ces marchés et leur aboutissement à une exécution effective vont nous apparaître ici avec évidence.

Pour les clients de la caisse de liquidation, l'opération de la contre-partie dont l'offre est enregistrée en même temps

que la leur devient indifférente ; une seule chose les intéresse, la contre-opération qu'ils concluront avant le terme pour pouvoir régler par compensation avec la caisse ; ils ne se préoccupent que des fluctuations qui peuvent affecter les cours avant le moment où le résultat de leur spéculation sera fixé. Et c'est à quoi pensent les adversaires du marché à terme, quand ils veulent voir dans la différence entre le prix de vente et le prix d'achat l'objet réel du contrat.

Mais tout autre est le point de vue de la caisse de liquidation. La hausse et la baisse des cours lui sont également indifférentes, tant que la couverture qu'elle a exigée de ses clients reste suffisante. En réalité si, vis-à-vis d'eux, elle liquide par compensation, la balance de ses comptes ne s'en établit pas moins contrat par contrat, en appliquant l'un à l'autre chacun des deux clients dont elle enregistre simultanément les offres de vente et d'achat.

Soit la série de marchés suivante, enregistrée à la caisse de liquidation. A a vendu en mai à B sur l'échéance d'octobre, 1.000 sacs de cafés à 50 francs le sac ; en juin, il les a rachetés à C moyennant 45 francs ; B, de son côté, revend à D à 60 francs en septembre. La caisse de liquidation inscrit au crédit de A, sur octobre, $50.000 - 45.000 = 5.000$ francs, au crédit de B, $60.000 - 50.000 = 10.000$ francs ; mais elle doit à C 15.000 francs de moins que ne lui doit D ; et ce sont ces 15.000 francs qu'elle versera à A et à B.

En réalité, ces différences à payer à ses clients ou à recevoir d'eux sont pour elle sans importance. Elle est en octobre débitrice de 50.000 francs vis-à-vis de A et créditrice de

50.000 francs vis-à-vis de B, pour le contrat enregistré en mai ; débitrice de 45.000 francs vis-à-vis de C et créditrice de 45.000 francs vis-à-vis de A, pour le contrat enregistré en juin ; débitrice de 60.000 francs vis-à-vis de B et créditrice de 60.000 francs vis-à-vis de D, pour le contrat enregistré en septembre. C'est-à-dire qu'elle touche toujours d'une main ce qu'elle paye de l'autre, que tout achat enregistré par elle se compense immédiatement avec la vente qu'elle a enregistrée en même temps et au même cours.

Le lien entre l'opération et la contre-opération d'un même spéculateur n'existe donc que fictivement au regard de ce spéculateur. Les marchés que la caisse de liquidation a enregistrés ne sont pas l'un des deux termes d'un pari sur différences ; ce sont des contrats qui s'exécutent effectivement entre vendeur et acheteur ; c'est pour cela que la caisse de liquidation y peut intervenir sans risques, à condition de se protéger contre le défaut possible de l'une des parties (1).

Peu importe donc que les auteurs des marchés à terme que la caisse enregistre ne soient obligés, comme nous le croyons, que du jour de cet enregistrement et envers elle seule ; peu importe que l'intervention de la caisse de liquidation ait pour but essentiel de rendre plus facile la liquidation différentielle d'opérations inverses. Les contrats qu'elle enregistre engendrent bien, à la charge du vendeur, obligation de transférer la propriété de la chose, à la charge de l'acheteur, obligation de payer le prix ; ce sont donc des ventes réelles, et c'est sur cette réalité qu'est basé le fonctionnement même des caisses de liquidation.

(1) Sur ce dernier point, voir *infra*, p. 241 et suiv.

CHAPITRE III

DU RÈGLEMENT DIFFÉRENTIEL FORCÉ.

SECTION I. — Principes généraux de cette liquidation différentielle forcée.

L'opérateur sur le marché à terme de la bourse peut se trouver à l'échéance dans l'une des trois situations suivantes :

1° Il a vendu ou acheté et s'en est tenu à ce premier contrat qu'il est en mesure d'exécuter effectivement ; c'est cette exécution effective qu'il avait en vue en concluant un marché de bourse.

Les règles de la vente s'appliquent ici sans difficulté.

2° Il a postérieurement conclu un nouveau marché de même montant et pour le même terme, mais où il a pris une situation inverse de celle qu'il occupe dans le premier. Il y a alors liquidation différentielle amiable, conformément aux règles que nous avons longuement exposées au cours de notre précédent chapitre.

Mais cette liquidation peut se solder par une perte que l'opérateur malheureux sera hors d'état de payer (1).

(1) En cas de liquidation par filières, cette hypothèse ne saurait se réaliser, puisque ceux qui veulent bénéficier de la liquidation différentielle amiable doivent solder immédiatement les différences dont

C'est une situation qui se rencontrera surtout dans les rapports de l'intermédiaire de bourse et de son client. Elle donnera lieu à de très fréquents procès ; autrefois le spéculateur en perte opposait l'exception de jeu ; aujourd'hui il cherchera souvent à démontrer que son mandataire a pratiqué la contre-partie.

Il ne saurait être question ici de règlement différentiel forcé ; toute exécution en bourse est inutile. Du moment que deux marchés inverses avaient été passés sur le même terme entre les mêmes parties, la liquidation différentielle amiable résultait nécessairement de la compensation des deux prix stipulés. Il ne s'agit donc plus de dégager une différence, mais de poursuivre le versement d'une différence impayée.

Si l'insolvable est le donneur d'ordre, l'existence d'une couverture, déposée préalablement par ce client entre les mains de son mandant, simplifiera souvent ces poursuites. La jurisprudence admet que la couverture vaut paiement anticipé des différences dues. Aucune difficulté n'existe donc alors.

Lorsqu'il n'y a pas eu de couverture déposée, lorsque cette couverture est insuffisante ou lorsque l'insolvable est l'intermédiaire de bourse, la différence sera recouvrée conformément aux règles ordinaires de procédure. Il n'est pas nécessaire ici de recourir à des voies d'exécution particulières.

ils sont débiteurs. Cf. *suprà*, p. 117. — Il en est ainsi du moins dans le système de Paris que nous avons seul exposé. Mais à Marseille, les différences ne sont pas immédiatement réglées.

rement rapides. Sauf clause contraire dans le contrat ou usage de bourse contraire (1) le créancier mettra donc d'abord le débiteur défaillant en demeure pour faire courir contre lui les dommages-intérêts ; puis il agira en justice pour se faire payer par l'emploi des voies habituelles d'exécution sur les biens.

Pas plus dans cette seconde hypothèse que dans la première, il n'y a donc liquidation différentielle forcée. Les voies de contrainte ne sont intervenues qu'une fois le chiffre de la différence établi ; il y a eu seulement exécution forcée d'un règlement différentiel amiable.

3° Dans une troisième hypothèse, au contraire, qui désormais doit seule nous occuper, la différence due par l'opérateur sera dégagée contre sa volonté.

Un vendeur à découvert se trouve en présence d'une hausse ; un acheteur, qui ne possède pas les fonds nécessaires pour solder son achat, voit au contraire les cours baisser. Toute liquidation différentielle avantageuse devient donc impossible. En général, cependant, ils se résigneront à conclure une contre-opération désastreuse, mais nécessaire pour faire honneur à leurs engagements (2). Mais parfois, hors d'état de payer la différence entre les cours auxquels ils ont contracté et ceux désormais cotés, ils arrivent à l'échéance sans s'être couverts ; ils seront alors exécutés

(1) Nous trouverons ainsi des règles différentes dans l'hypothèse du recours d'un donneur d'ordre contre l'agent de change défaillant.

(2) Ou ils procéderont à cette sorte de prolongation de leur opération qu'on appelle report.

en bourse. Il faut entendre par là qu'au lieu de les poursuivre en exécution effective, leurs contre-parties feront apparaître contre eux et malgré eux une différence dont elles leur réclameront le montant ; c'est l'exécution différentielle forcée.

La procédure est la même contre l'intermédiaire de bourse, agent de change, coulissier ou courtier, qui ne remplit pas ses engagements, soit vis-à-vis de son client, soit vis-à-vis de la contre-partie qu'il lui a trouvée.

Nous touchons ici à l'un des points essentiels de notre travail. Nous avons montré, en effet, au cours de notre introduction, qu'on pouvait concevoir deux sortes d'opérations différentielles : les unes mettent à la charge des parties une différence calculée abstraitement, par comparaison entre le cours auquel une vente a été conclue en apparence et le cours coté ultérieurement par les choses qui ont fait l'objet de la première négociation ; dans les autres, au contraire, la différence est dégagée par compensation entre les sommes dues en vertu de deux marchés inverses, successivement conclus par un même opérateur. Si les différences de bourse rentrent dans la seconde catégorie, nous ne voyons pas, disions-nous, comment le fait que les contractants se sont mis en mesure de liquider leur position en payant seulement ces différences, pourrait faire considérer comme fictifs les marchés conclus.

Or cette conclusion effective d'une contre-opération était la condition nécessaire de la liquidation différentielle amiable. Le contractant ainsi liquidé n'avait donc certainement

pas le droit de s'opposer à ce mode de règlement de ses opérations. Mais en est-il de même ici ? La conclusion de cette contre-opération est-elle nécessaire à la procédure dite d'exécution en bourse ? Et, en ce cas, qu'est-ce que cette contre-opération ?

Le Code civil nous indique les partis que peut prendre celui qui a conclu un contrat synallagmatique, lorsque sa contre-partie ne remplit pas ses engagements. La procédure d'exécution en bourse se rattache-t-elle à quelque-une de ces solutions du droit civil, ou est-ce, au contraire, une construction exceptionnelle, nécessitée précisément par le caractère fictif des marchés passés à la bourse ?

C'est ce que nous voudrions examiner d'abord ici d'une manière générale avant de passer à l'étude individuelle des hypothèses où il faudra procéder à un règlement différentiel forcé.

Plaçons-nous dans l'hypothèse où le vendeur se heurte à l'échéance à un refus de paiement de son acheteur. D'une façon générale, tout ce que nous allons dire s'appliquerait également au cas où le refus de payer émanerait du vendeur ; nous verrons cependant que sur un point spécial il en est autrement.

L'article 1612 donne au vendeur le droit de retenir la chose, tant que l'acheteur ne paie pas le prix. Ses risques sont donc limités à la dépréciation qu'a pu subir la chose vendue, depuis l'époque de la vente. Mais cette dépréciation existe nécessairement, sans quoi l'acheteur s'empres-

serait de revendre pour bénéficier d'une liquidation différentielle amiable ; l'inexécution des obligations de son acheteur cause donc au vendeur un préjudice certain. Comment sera-t-il calculé ? Toute la question de la réalité des opérations de bourse se trouve engagée là.

En pratique, voici comment, d'une façon générale, les choses se passeront. Le vendeur procédera, dès le lendemain de l'échéance, à la revente en bourse, aux risques et périls de l'acheteur défaillant, des choses dont celui-ci n'a pas pris livraison. Ainsi apparaîtra la perte qu'il a subie de par la faute de son acheteur : elle est égale à la différence entre le prix qui avait été stipulé dans le contrat non exécuté et le prix qui lui est payé en vertu du nouveau contrat. C'est en paiement de cette différence qu'il recourra contre son acheteur.

Constatons donc, en premier lieu, qu'en aucun cas le montant du dommage subi par le vendeur ne sera calculé abstraitement. La différence est dégagée par la compensation des prix stipulés dans deux opérations inverses, réellement conclues l'une et l'autre à la bourse. Le vendeur avait si bien l'intention d'exécuter effectivement la vente primitive, que son premier acte, en présence du refus de prendre livraison opposé par son acheteur, est de procéder à une revente, où il livrera immédiatement les choses vendues contre paiement du prix.

Mais comment s'analyse la procédure suivie pour parvenir à cette revente ? L'article 1184 donne un double droit à celui dont la contre-partie n'exécute pas les obligations sous-

crites : il peut ou agir en résolution de l'obligation avec dommages-intérêts, ou agir en exécution. Lequel des deux partis a pris ici le vendeur non payé ?

Nous avons parlé de revente aux risques et périls de l'acheteur défaillant ; ce sont aussi les termes employés par les règlements de bourse : ils font d'abord penser à la seconde solution. Agir en exécution, il n'en est sans doute pas question ici, puisque ce serait purement et simplement agir en paiement intégral du prix dû. Mais, dans le même ordre d'idées, l'article 1144 autorise le créancier d'une obligation de faire à exécuter ou faire exécuter celle-ci aux lieu et place du débiteur défaillant. L'acheteur qui n'était pas en mesure de payer le prix aurait dû revendre avant le terme, pour compenser le prix obtenu par lui avec le prix dont il était débiteur ; ainsi la différence serait seule demeurée à sa charge. C'est cette contre-opération nécessaire que le vendeur exécute à sa place.

Quelque séduisante qu'elle apparaisse, cette théorie ne résiste pas à l'analyse. Elle donnerait de sérieux arguments à ceux pour qui les opérations de bourse à terme sont des opérations fictives et ne peuvent aboutir qu'au paiement de différences. L'acheteur en défaut n'était nullement tenu de conclure une contre-opération ; il était exclusivement obligé de payer le prix promis par lui. S'il avait exécuté cette obligation, les choses achetées lui auraient été remises, sans qu'il fût question de conclure une contre-opération. L'acheteur avait donc contracté une obligation de donner et non une obligation de faire ; et jamais on n'a parlé d'exé-

cuter une obligation de donner à la place de celui qui en était tenu. Non seulement la contre-opération conclue aux risques et périls de l'acheteur n'est pas l'exécution d'une obligation assumée par lui, mais elle aboutit même à le dispenser de l'exécution de l'obligation de donner dont il était tenu ; s'il voulait désormais exécuter cette obligation, son co-contractant s'y refuserait à bon droit.

Les termes d'exécution aux risques et périls du débiteur défaillant que l'on emploie toujours ne doivent donc pas nous faire illusion. Il n'y a pas exécution en ses lieu et place d'une obligation de faire.

Reste l'autre alternative de l'article 1184, la résolution de l'obligation avec dommages-intérêts.

La difficulté (1) provient de ce que, de droit commun, la résolution d'un contrat doit être demandée en justice.

L'article 1654 le répète expressément pour la vente : « Si l'acheteur ne paie pas le prix, le vendeur peut demander la résolution » ; il n'y a donc pas droit *ipso facto*. Par suite, les juges peuvent accorder au défendeur un délai suivant les circonstances, application spéciale dans l'article 1184 du principe général du délai de grâce, exprimé dans l'article 1244 ; et d'autre part ils apprécient le chiffre des dommages-intérêts à accorder. Or, ici, la revente en bourse suit

(1) Nous nous serions trouvés en présence de la même difficulté si nous avions admis qu'il y avait exécution d'une obligation de faire aux lieu et place du débiteur. Le créancier ne peut en effet procéder à cette exécution qu'avec l'autorisation de justice.

le refus de paiement immédiatement, sans recours à la justice, et détermine un chiffre de dommages-intérêts qui ne semble pas susceptible de contestation.

Dans l'hypothèse où nous nous sommes placés jusqu'ici, où le refus d'exécution vient de l'acheteur, le code civil nous fournit un texte qui permet de considérer le contrat comme résolu sans recours à la justice, par le seul fait du non-paiement à l'échéance. L'article 1657 dispose en effet : « En matière de vente de denrées et effets mobiliers, la résolution aura lieu de plein droit et sans sommation au profit du vendeur, après l'expiration du terme convenu pour le retraitement. » Les marchés de bourse sont bien des ventes de denrées et effets mobiliers, et le jour convenu pour le retraitement est le jour du terme. Le vendeur bénéficiera donc de la disposition de l'article 1657 ; il sera dispensé d'agir en résolution et ne sera pas exposé à voir le tribunal accorder à son acheteur un délai pour l'exécution.

Si nous passons, au contraire, au cas de défaillance du vendeur, aucun texte analogue à celui de l'article 1657 n'autorise l'acheteur à considérer le contrat comme résolu à l'échéance de plein droit, et sans recours à la justice, par le seul fait de l'inexécution des obligations de sa contrepartie. Faut-il en conclure qu'il est réduit à mettre son débiteur en demeure et à demander au tribunal la résolution du contrat ? Le juge recouvrera-t-il ici le droit d'accorder au débiteur des délais pour s'exécuter ?

Cette solution conduirait, en pratique, à des résultats inadmissibles. Supposons qu'au cours de l'instance une

baisse se produise : le vendeur à découvert, que la hausse avait mis hors d'état d'exécuter, va désormais pouvoir se racheter à un cours qui lui évitera toute perte et peut-être même le constituera en gain ; il offrira livraison à son acheteur et fera ainsi tomber l'action en résolution intentée par celui-ci. Faudra-t-il admettre que l'acheteur sera obligé d'accepter cette offre tardive de livraison faite à un prix supérieur aux prix désormais cotés ? Il suffit d'énoncer ces conséquences pour faire écarter les soi-disant principes d'où elles découleraient. Les marchés de bourse sont nécessairement des marchés à échéance de rigueur.

Mais nous ne voyons pas ce qui empêcherait de considérer cette solution comme découlant de la convention des parties.

Celles-ci sont toujours libres de décider dans leur contrat que la résolution aura lieu de plein droit, par la seule expiration du délai et sans sommation ni autre formalité. Sans doute, les contrats conclus en bourse ne contiennent aucune disposition en ce sens, et, en droit civil, il serait difficile d'admettre qu'il en soit ainsi, à défaut de clause expresse dans la convention ; mais il n'en est plus de même pour les opérations de bourse, par suite de la force des usages en droit commercial.

La situation sera donc la même qu'au cas de défaut de l'acheteur. Un pacte commissoire, résultant sans stipulation expresse des usages de bourse, donnera à l'acheteur les mêmes droits que confère au vendeur l'article 1657. Aussitôt la résolution acquise, l'acheteur, prêt à exécuter,

achète en bourse les choses qui devaient lui être livrées et recourt contre son vendeur défaillant en paiement de la différence entre le prix qu'il a dû payer pour ce nouvel achat et celui qu'il avait promis dans le premier marché.

Une dernière question se pose. Les tribunaux auraient-ils le droit de réduire le chiffre des dommages-intérêts ainsi déterminés ?

Deux cas différents peuvent se rencontrer, suivant que le vendeur qui exécute son acheteur (ou l'acheteur qui exécute son vendeur) s'était fait préalablement remettre une couverture ou non. En pratique, dans le premier cas, le vendeur se paye sur la couverture qu'il a entre les mains ; au second cas, force lui est bien de recourir à la justice pour obtenir le paiement des dommages-intérêts, déterminés comme nous l'avons dit.

Mais n'est-il pas exposé alors à voir réduire par les tribunaux le montant des dommages-intérêts qu'il réclame ? Ici il est bien évident qu'il ne s'agit plus d'un chiffre plus ou moins arbitrairement fixé et très probablement majoré ; il y a action en paiement du moins-perçu par la faute de l'acheteur, moins-perçu constaté par deux négociations consécutives effectives ; le chiffre du dommage subi est donc patent. Aussi en pratique le tribunal ne diminue-t-il jamais ce chiffre. Du reste, si l'on voit l'opérateur en défaut contester parfois la régularité des opérations faites, et alléguer que son mandataire a pratiqué la contre-partie ou que la revente n'a pas été effectuée dans les conditions

de délai prévues par les usages et qu'il lui a été fait par suite application d'un cours spécialement désavantageux, jamais il ne demande réduction du chiffre des dommages-intérêts déterminés ainsi par une exécution en bourse.

Que sont donc ces dommages-intérêts, déterminés d'une manière si rigoureuse que le chiffre n'en saurait être contesté ni par celui qui les réclame, ni par celui à qui ils sont demandés, ni par le tribunal qui donne pouvoir d'exécuter la condamnation sur les biens du débiteur ? Nous ne leur voyons d'analogues dans le Code civil qu'au chapitre de la clause pénale. Lorsqu'un créancier veut s'assurer une indemnité préfixe, pour le cas où son débiteur n'exécuterait pas ses obligations, il la stipule dans le contrat. La clause pénale, nous dit l'article 1229, est la compensation des dommages et intérêts que le créancier souffre de l'inexécution de l'obligation principale. Sans doute, lors de la conclusion d'une opération de bourse, les parties ne stipulent pas qu'en cas d'inexécution celui qui a fait défaut devra payer une somme déterminée ; mais le marché est conclu « conformément aux usages de bourse ». Or ces usages établissent une procédure stricte pour la détermination des dommages-intérêts dus par le débiteur qui se refuse à exécuter. Grâce à cette procédure, ces dommages-intérêts sont évalués à un taux qui ne dépend ni de la volonté du vendeur, ni de celle de l'acheteur, mais exclusivement de l'état du marché au lendemain de l'échéance. Si ces dommages-intérêts ne sont pas déterminés à l'avance, ils sont donc déterminables sans contestation possible à l'échéance ; ils sont bien liquidés

conventionnellement suivant les règles fixées dès le jour de la conclusion du contrat.

Il est donc tout naturel que les tribunaux ne puissent modifier le chiffre des dommages-intérêts demandés ; leur rôle se borne à contrôler si la liquidation différentielle a bien été opérée conformément aux usages de la bourse, acceptés comme loi par les parties. Mais, une fois cette constatation faite, ils n'ont aucun pouvoir pour modifier le chiffre de l'indemnité fixé à l'avance par ces parties.

Les solutions auxquelles nous conduit ainsi, pour l'exécution forcée des marchés de bourse, l'application des principes généraux du droit des obligations, sont très voisines de celles consacrées par les Allemands pour la *Fixgeschäft* ou vente à échéance de rigueur (1).

La différence n'est sensible que sur un seul point. Les Allemands admettent que les dommages-intérêts dus pour inexécution d'une *Fixgeschäft* peuvent être calculés abstractivement ; la solution inverse prévaut en droit français. Et le calcul abstrait des dommages-intérêts serait du reste en contradiction avec les motifs qui nous ont fait voir, d'une manière générale, dans les marchés de bourse des marchés à échéance de rigueur. Si le créancier peut considérer le contrat comme résolu par le seul retard de sa contre-partie, c'est dans le cas seulement où il a conclu une double opé-

(1) Sur cette distinction allemande de la vente ordinaire et de la vente à échéance de rigueur (*Fixgeschäft*), cf. Cosack, *Traité de droit commercial*, trad. Mis, t. I, p. 288.

ration et où l'exécution de l'une lui est nécessaire pour pouvoir exécuter l'autre. Une opération de remplacement suit donc immédiatement la résolution de l'opération inexécutée ; et c'est par le prix payé dans cette opération que le montant de la différence sera déterminé.

L'intermédiaire de bourse ne pourrait être tenté de calculer abstraitement la différence dont son client sera tenu par le seul fait de son retard que s'il avait pratiqué la contre-partie à son insu ; en ce cas, puisqu'il n'a pas exécuté la première opération dont il était chargé, il n'a pas davantage besoin d'exécuter une contre-opération. Mais la contre-partie est rigoureusement interdite en droit français et l'intermédiaire se verrait alors opposer par son client une exception libératoire. Au contraire, en droit allemand le *Selbsteintritt* est licite.

C'est donc uniquement par suite de la divergence des solutions admises en matière de contre-partie que les marchés à terme de bourse, en France, ne peuvent être régis par des règles identiques à celles admises par les Allemands pour les ventes à échéance de rigueur.

SECTION II. — Du règlement différentiel forcé dans les bourses de valeurs.

Toutes les opérations conclues dans les bourses de valeurs se déroulent, nous l'avons vu, en deux phases successives. Des défaillances peuvent se produire dans l'une comme dans l'autre. Il nous faudra donc étudier successivement le

règlement différentiel forcé entre agent de change et donneur d'ordre et le règlement différentiel forcé entre agents de change. La première hypothèse elle-même se présentera sous deux aspects distincts suivant que la partie défaillante sera l'agent de change ou le donneur d'ordre.

Nous examinerons d'abord ces deux situations dans deux paragraphes ; puis nous consacrerons notre troisième paragraphe au règlement différentiel forcé entre agents de change ; enfin dans un quatrième paragraphe, nous dirons un mot de la liquidation forcée des marchés de coulisse.

§ 1. — Du règlement différentiel forcé contre le donneur d'ordre défaillant.

Notre donneur d'ordre A n'a, par hypothèse (1), conclu qu'une seule opération. Il a, par exemple, chargé son agent de change, Paul, de lui acheter fin courant 100 actions du Rio Tinto au cours de 2.000 francs. L'achat a été exécuté. Mais A ne possède pas les 200.000 francs nécessaires pour le solder ; il escomptait une hausse à la faveur de laquelle il aurait revendu avec bénéfice avant l'échéance et procédé par suite à une liquidation différentielle amiable. Contrairement à ces prévisions, une baisse du cours du cuivre a

(1) Rappelons que, lorsqu'il a conclu deux marchés inverses, il y a, qu'il le veuille ou non, liquidation différentielle par application des règles de la compensation légale. La seule question qui puisse donc se poser est celle de l'action en paiement de cette différence. — Cf. *suprà*, p. 148.

amené une chute des cours du Rio ; à l'échéance il ne s'est pas encore couvert et le Rio cote 1.800 francs ; une revente des cent actions achetées le constituerait en perte de 100 fois 200 francs, soit 20.000 francs. S'il n'est pas en état de payer ces 20.000 francs, il répondra par une fin de non-recevoir à l'agent de change qui lui réclame 200.000 francs et lui offre les titres en échange. Que fera l'agent de change ?

L'article 69 du décret de 1890 l'autorise à procéder, sans mise en demeure préalable, par cela seul que son client ne lui a point remis le premier jour de la liquidation les titres ou les fonds, à l'achat ou à la vente de valeurs semblables à celles vendues ou achetées pour le compte de ce client (1).

(1) Voici le texte de cet article : « Lorsque le donneur d'ordre n'a point, le premier jour de la liquidation des diverses valeurs et avant la bourse, remis à l'agent de change, suivant les cas, les titres ou les fonds, l'agent de change peut exercer sans qu'il soit besoin d'une mise en demeure préalable, et à l'égard de toutes les opérations engagées par le donneur d'ordre en défaut, les droits spécifiés à l'article 59. »

Ce dernier article relatif aux opérations au comptant est ainsi conçu : « Dans le cas où, après avertissement par lettre recommandée, le donneur d'ordre n'a pas, dans le délai de trois jours à partir de l'envoi de cette lettre, remis soit les valeurs, soit les fonds destinés à acquitter le montant de la négociation, l'agent de change a le droit de procéder, sans autre mise en demeure, aux risques et périls du donneur d'ordre, à l'achat des valeurs semblables ou à la vente des valeurs acquises. »

Les droits conférés à l'agent de change sont donc en principe les mêmes pour les marchés à terme et pour les marchés au comptant. Cependant une facilité de plus lui est accordée pour les marchés à terme. Avant de procéder à l'exécution forcée d'un marché au comptant, l'agent de change est tenu de mettre son client en demeure par lettre recommandée et d'attendre trois jours après l'envoi de cette lettre ; cette formalité et ces délais sont supprimés lorsqu'il s'agit d'un marché à terme. Cette différence résulte des conditions dissemblables

Cette exécution immédiate de la contre-opération que son client aurait dû effectuer, pour n'être plus tenu que du paiement d'une différence, est nécessaire à l'agent de change ; il lui faut en effet se mettre en mesure d'exécuter vis-à-vis de son confrère le marché conclu à la corbeille pour le compte de son client défaillant. Désormais, d'après les principes de la liquidation centrale entre agents de change, principes qui nous sont connus(1), l'agent de change compensera l'une contre l'autre sa créance et sa dette de titres et compensera aussi jusqu'à due concurrence sa créance et sa dette de prix.

Mais il lui reste à solder la différence entre les deux prix. En notre espèce l'agent de change, ayant revendu au cours du jour, soit 1.800 francs, les 100 actions achetées 2.000 fr. chaque, se trouvera débiteur de 200 francs $\times$ 100, soit 20.000 francs. Il est tenu de verser de sa poche cette somme pour parfaire les 200.000 francs qu'il s'était personnellement engagé à verser à son confrère en échange des titres. Mais il essaiera naturellement de la recouvrer sur le client dont il était mandataire.

Dans certains cas ce sera chose relativement facile. Sou-

dans lesquelles se poursuivent la liquidation des marchés à terme et celle des marchés au comptant. Pour un marché au comptant, l'agent de change obtiendra lui-même facilement un délai du confrère qui lui a servi de contre-partie à la corbeille ; les marchés à terme au contraire sont, comme nous l'avons vu, l'objet d'une liquidation centrale qui se fait à jour fixe.

Il ne pouvait donc pas être question d'accorder dans ce dernier cas un délai au donneur d'ordre défaillant.

(1) Cf. *suprà*, p. 67 et suiv.

vent, en effet, il aura exigé le dépôt d'une couverture. Or l'article 61 du décret de 1890 l'autorise à se payer sur cette couverture sans formalités préalables, par cela seul que son client n'exécute pas son obligation à l'échéance (1).

S'il n'y a pas eu de couverture déposée, l'agent de change sera réduit à un recours contre son client peut-être insolvable. Du moins, depuis la loi de 1883, ce dernier ne pourra-t-il refuser de payer, lorsqu'il est en mesure de le faire, en invoquant l'exception de jeu ; l'agent de change ne risquerait de se voir débouter que s'il avait illégalement pratiqué la contre-partie. Quant au quantum des dommages-intérêts, déterminé par la différence constatée entre les prix marqués sur les bordereaux d'achat et de vente, les tribunaux n'ont sur lui aucun pouvoir d'appréciation, parce qu'il est déterminé conformément à la convention antérieure des parties ; ils peuvent seulement vérifier si la contre-opération a bien été effectuée au moment voulu.

Cette hypothèse du règlement différentiel forcé opéré par l'agent de change contre son donneur d'ordre défaillant est la plus simple de toutes celles où il est procédé en bourse à une exécution forcée ; en effet des textes ayant force de loi consacrent expressément les droits de l'agent de change. Mais en réalité ces textes appliquent seulement les princi-

(1) Décret du 7 octobre 1890, art. 61 : « Lorsque la couverture consiste en valeurs, l'agent de change a le droit de les aliéner et de s'en appliquer le prix, faute de livraison ou de paiement à l'échéance par le donneur d'ordre. »

pes généraux, tirés du droit des obligations, que nous avons exposés au début de ce chapitre.

L'agent de change bénéficie d'un pacte comissoire, affectant tacitement, en vertu des usages, le contrat conclu avec son client ; ce contrat est traité comme un contrat à échéance de rigueur, résolu de plein droit, sans mise en demeure, par le seul fait de l'inexécution en temps voulu. L'achat (ou la vente) opéré en bourse n'est donc pas l'exécution pour le compte de son client d'une obligation de faire qui lui incomberait, mais la conclusion par l'agent de change, pour son propre compte, de la contre-opération qui lui est nécessaire pour exécuter ses obligations personnelles. Cette contre-opération dégage en outre le montant de la clause pénale, indéterminée dans son quantum, mais strictement déterminable dans l'avenir, tacitement convenue, par leur soumission aux usages de bourse, entre l'agent de change et son client, pour le cas d'inexécution des obligations de ce dernier. De là vient que les tribunaux n'auraient pas le pouvoir de réduire le montant de la demande de l'agent de change, lorsque la différence a été régulièrement établie.

Les textes du décret de 1890, qui coupent court à toute difficulté, n'étaient donc pas à notre avis nécessaires. L'agent de change aurait pu tirer les droits qu'ils lui confèrent des seuls usages de bourse, puisque ces usages accordent *ipso facto* au contractant à terme, dont la contrepartie fait défaut à l'échéance, tous les avantages que le droit des obligations permet de stipuler.

§ 2. — Des droits du donneur d'ordre lorsque son agent de change n'exécute pas ses obligations.

L'insolvabilité d'un agent de change est une chose anormale, puisque l'agent de change ne doit être dans les marchés de bourse qu'un intermédiaire. En principe donc, la baisse et la hausse lui sont également indifférentes ; il ne perdra ni ne gagnera à l'exécution des marchés qu'il conclut.

Il arrivera cependant qu'il ne puisse exécuter vis-à-vis de son client le mandat qu'il en a reçu pour l'une des causes suivantes :

1° En premier lieu, si l'agent de change avec qui il a contracté à la corbeille se trouve lui-même insolvable et ne lui livre pas les titres vendus ou ne lui paye pas les titres achetés, il n'a d'autre ressource, pour exécuter vis-à-vis de son client, que de conclure une seconde fois à ses risques personnels l'opération non exécutée (1). Mais la variation des cours lui fera subir une perte plus ou moins sensible qu'il peut être hors d'état de solder.

2° Son insolvabilité pourrait également résulter de ce que l'un des deux clients entre lesquels il a conclu un marché par application n'exécute pas ses obligations. Cette défaillance aura pour lui les mêmes résultats que l'insolvabilité d'un autre agent de change en cas de marché de corbeille.

3° Le plus souvent, son insolvabilité proviendra de ce

(1) Cf. sur cette insolvabilité d'un agent de change vis-à-vis de ses confrères, *in/râ*, p. 175 et suiv.

que, contrairement aux règles professionnelles (1), il aura pratiqué la contre-partie (2). Lorsqu'il envoie ainsi à son client un faux bordereau, constatant que l'opération dont il était chargé a bien été accomplie à la corbeille, alors qu'en réalité il s'est appliqué l'ordre reçu, pour pouvoir exécuter vis-à-vis de ce client, il lui faut conclure postérieurement le marché à la corbeille pour son propre compte. Mais s'il s'est trompé dans ses prévisions, la variation des cours peut rendre cette conclusion ruineuse pour lui et déterminer son insolvabilité.

Dans nos trois hypothèses, les pertes de l'agent de change consisteront dans une différence ; en aucun cas, sauf effondrement d'une valeur de bourse, faisant tomber ses cours jusqu'à zéro, l'agent de change n'est exposé à perdre la totalité du prix des marchés conclus par lui. Les opérations

(1) Nous n'avons pas à nous occuper ici des sanctions professionnelles qui pourraient être prises contre cet agent de change ; il encourrait notamment la destitution.

(2) L'insolvabilité d'un agent de change peut résulter dans le même ordre d'idées de ce qu'il a pour son propre compte spéculé à la corbeille. Mais, en principe, les pertes que l'agent de change a pu éprouver de ce fait ne doivent pas le mettre dans l'impossibilité d'exécuter vis-à-vis de ses clients les mandats qu'il en a reçus puisque, dans cette exécution, l'agent de change sert d'intermédiaire et transmet d'une main ce qu'il reçoit de l'autre. Elles peuvent seulement déterminer l'insolvabilité de l'agent de change vis-à-vis d'un de ses confrères ; nous examinons cette dernière hypothèse dans notre prochain paragraphe.

De même les pertes qui résulteraient pour l'agent de change de l'insolvabilité d'un des clients dont il a exécuté l'ordre à la corbeille ne le rendront pas insolvable vis-à-vis d'un autre client ; elles ne pourraient mettre obstacle qu'à l'exécution des engagements qu'il a contractés à la corbeille pour le compte de son client défaillant.

de bourse en effet s'exécutent trait pour trait ; lorsque sa contre-partie fait défaut (1), l'agent de change jouit donc d'un droit de rétention sur les choses qu'il s'était engagé à fournir. Mais, comme il a pris position à la fois dans deux marchés et que l'exécution de l'un lui est nécessaire pour faire honneur aux obligations souscrites dans l'autre, il est bien obligé, lorsque l'une de ses contre-parties fait défaut, de conclure avec les titres ou les sommes ainsi retenues un nouveau marché semblable au marché non exécuté. La variation des cours lui fera perdre la différence entre le prix de ce nouveau marché et celui du premier ; et c'est l'impossibilité de solder cette différence qui seule peut le rendre insolvable.

Quels seront les droits du donneur d'ordre (2) ?

(1) Et, lorsque s'étant lui-même porté contre-partie de son client, il n'a pu se couvrir avant l'échéance, il est tout à fait dans la même situation que s'il avait réellement trouvé une contre-partie à son client et que cette contre-partie ait fait défaut.

(2) Nous rappelons que nous nous plaçons exclusivement au cours de ce chapitre dans l'hypothèse où il n'y a pas eu deux opérations inverses conclues sur le même terme. Dans ce cas, en effet, il y aurait d'abord liquidation différentielle amiable par application des règles de la compensation légale. Le recours du donneur d'ordre contre son agent de change ne s'exercerait donc que pour la différence, solde de compensation. Il n'est pas alors question de règlement différentiel forcé ; il s'agit seulement de savoir comment pourra être recouvrée la différence ainsi dégagée. Cf. *suprà*, p. 148.

Tout ce que nous dirons du reste dans un instant de la solidarité obligatoire des agents de change s'applique aussi bien au paiement de cette différence entre les prix des deux marchés conclus volontairement par le donneur d'ordre, qu'au paiement de la différence résultant de l'exécution en bourse de l'agent de change. Cf. *infra*, p. 172.

Il a par exemple chargé son agent de change de vendre (1) 4.000 francs de rente russe 4 0/0 fin courant ; l'agent de change lui a envoyé un bordereau constatant que la vente a été effectuée au cours de 95 francs. Le premier jour de la liquidation, il vient livrer les titres et réclamer les 95.000 francs qui lui sont dus ; l'agent de change lui oppose une fin de non-recevoir. Que peut-il faire ?

Pas plus que l'agent de change dans l'hypothèse inverse, il ne risque de perdre intégralement le prix des titres négociés ; il jouit d'un droit de rétention, si le prix ne lui est pas payé (2). La perte n'excédera donc pas la différence qui apparaîtrait, en cas de revente au cours du jour, entre le prix qu'il réclame à son agent de change et celui qu'il obtiendrait actuellement d'un nouvel acheteur.

Ceci étant, ne serait-il pas en droit de procéder au règlement différentiel forcé, suivant la méthode consacrée en faveur de l'agent de change par le décret de 1890 ? Sans doute il ne pourrait ici invoquer de textes en sa faveur ; mais n'avons-nous pas montré que les dispositions du décret de 1890 ne contrevenaient en rien au droit commun des obligations et que les droits de l'agent de change auraient pu résulter simplement des usages de bourse, auxquels se soumet quiconque confie un ordre à un agent de change ?

(1) Les raisonnements à faire et les solutions à suivre seraient identiquement les mêmes, s'il s'agissait d'un ordre d'achat.

(2) C'est le droit de rétention existant de droit commun dans toute vente pour le cas où l'une des parties se refuse à exécuter l'obligation qui lui incombe.

Il n'y aurait, croyons-nous, dans une semblable solution, rien de contraire aux principes généraux du droit civil. Mais la question ne se pose pas ici, parce que le décret de 1890 établit expressément une autre procédure ; nous la retrouverons à propos des marchés de coulisse (1).

En vertu du décret de 1890, le donneur d'ordre mettra tout d'abord l'agent de change en demeure par acte extrajudiciaire ; puis, à défaut par celui-ci de s'exécuter, il notifiera la situation dans les 24 heures à la chambre syndicale. La chambre syndicale intervient alors pour essayer de donner satisfaction au donneur d'ordre. Si, comme il est bien probable, l'agent de change est réellement hors d'état de payer à son client les sommes qui lui sont dues, elle exécutera, pour le compte de ce client, la vente dont l'agent de change était chargé (2).

La procédure est donc toujours la même : un nouveau marché est conclu à la place du marché non exécuté. Mais, lorsque l'agent de change exécutait son client, il concluait

(1) Cf. *infra*, p. 179.

(2) Décret de 1890, art. 55. « Si en dehors de toute contestation sur le fond du droit, la livraison ou le paiement n'est pas effectué par l'agent de change dans les délais réglementaires, le donneur d'ordre peut, après l'avoir mis en demeure par acte extrajudiciaire, notifier en la même forme, dans le délai de 24 heures, cette mise en demeure à la chambre syndicale.

« Au reçu de cette notification, la chambre syndicale prend, à l'égard de l'agent de change, les mesures propres à assurer l'exécution du marché. Elle l'exécute elle-même au besoin, au mieux des intérêts du donneur d'ordre et pour le compte et aux risques et périls de l'agent de change en défaut. Elle ne peut s'y refuser qu'en dénonçant la situation dans un délai de 15 jours au président du tribunal de commerce. »

une opération inverse de celle dont il avait été chargé ; la différence dont le paiement incombait à ce client résultait donc, comme dans la procédure de liquidation différentielle amiable, de la compensation entre les prix de deux opérations inverses conclues entre les mêmes contre-parties. Ici, au contraire, la différence apparaît par la comparaison des cours auxquels ont été conclues, pour le compte de la même personne, deux opérations identiques, dont la première n'a pas été exécutée. Et, d'autre part, cette opération, qui vient doubler la première, est conclue par un tiers et non plus par le contractant non payé.

Contre qui le donneur d'ordre aura-t-il recours pour le paiement de cette différence ? S'il était réduit à s'adresser à un agent de change probablement insolvable, son recours risquerait fort d'être illusoire ; peut-être aurait-il avantage à conserver ses titres, plutôt que de les vendre aux nouveaux cours dépréciés, pour agir ensuite en dommages-intérêts contre son agent de change (1).

En pratique les chambres syndicales avaient pris l'habitude de payer intégralement, à la place de l'agent de change défaillant, les sommes dues par lui à ses clients ; c'est là, semble-t-il, la contre-partie nécessaire du privilège conféré

(1) En ce cas le tribunal reprendrait évidemment sa liberté d'appréciation quant au montant de l'indemnité réclamée. En effet, cette indemnité a été calculée ici abstraitement ; le quantum du dommage subi n'apparaît donc plus rigoureusement, comme lorsqu'il est égal à la différence du cours de vente et du cours de revente effective. Mais le cours coté à l'échéance n'en serait pas moins l'élément essentiel d'appréciation du tribunal.

aux agents de change. Mais il n'y avait là qu'un usage, dont la force obligatoire pour les chambres syndicales était douteuse (1). Le décret de 1890 consacrait même expressément leur droit de se refuser à ce paiement (2).

La situation est modifiée, pour la Bourse de Paris, par le décret du 29 juin 1898. La chambre syndicale est désormais tenue de payer la différence pour le compte de l'agent de change en défaut « jusqu'à concurrence de la valeur totale des offices de la Compagnie, calculée d'après les dernières cessions, du fonds commun, et du montant du cautionnement (3) ».

Comment vont s'analyser les opérations accomplies ? Quelle est la nature des rapports du donneur d'ordre avec la chambre syndicale et de la chambre syndicale avec l'agent de change dont elle exécute les obligations ?

Le donneur d'ordre ne poursuit pas la résolution du contrat comme l'agent de change au cas inverse ; il prend le

(1) Le paiement par les chambres syndicales à la place de l'agent de change défailillant équivaut en effet à un cautionnement ; or l'article 2015 exige que le cautionnement soit exprès. Il ne pourrait donc, semble-t-il, être consacré par un usage commercial. Cf. *in/rà*, p. 173.

(2) Cf. le texte de cet article, p. 170, note 2.

(3) Paragraphe ajouté à la fin de l'article 55 précité du décret de 1890. Le texte ne vise pas expressément la bourse de Paris ; mais la disposition qu'il renferme n'est applicable qu'aux bourses « comptant plus de quarante agents de change » ; or seule la Bourse de Paris est jusqu'ici dans ce cas.

La garantie ainsi donnée par la Compagnie des agents de change de Paris à tout client de l'un d'entre eux se monte à environ 130 millions.

second parti offert par l'article 1184 ; il agit en exécution, et offre d'exécuter pour sa part les obligations qui lui incombent. Son action est dirigée en premier lieu contre son mandataire, l'agent de change ; il le met en demeure, mais ne va pas jusqu'aux poursuites judiciaires.

S'il n'en obtient pas exécution bénévole, il se retourne contre la chambre syndicale. Désormais, lorsque l'agent de change est insolvable, il n'aura plus affaire qu'à celle-ci. La chambre syndicale joue donc le rôle d'une caution ; c'est une caution qui a renoncé au bénéfice de discussion. Le Code nous dit sans doute que le cautionnement doit être exprès, et il n'en est point question dans le contrat conclu entre l'agent de change et son client ; mais, depuis le décret de 1898, nous sommes dans une hypothèse de cautionnement légal. Auparavant, puisque le cautionnement ne se présume pas, il ne pouvait être déduit des usages, et, quoi qu'elles aient en fait toujours payé, les chambres syndicales auraient pu s'y refuser ; il en est encore de même pour les chambres syndicales de province.

L'expression de solidarité obligatoire des agents de change, par laquelle on désigne cette responsabilité de la chambre syndicale à la place de l'agent de change défaillant, est donc juridiquement inexacte. La chambre syndicale n'est ni codébiteur solidaire de chaque agent de change, ni même caution solidaire ; elle est pure et simple caution. Le donneur d'ordre n'a de recours contre elle qu'après avoir mis en demeure l'agent de change et s'être heurté à un refus de sa part, ce qui est nettement contraire à l'idée de solidarité.

Quoi qu'il en soit de cette question de terminologie, du moment que la chambre syndicale exécute le marché à la place de l'agent de change défaillant, il ne peut plus être question pour le client de liquidation différentielle : le marché est intégralement exécuté à son égard. Peu lui importe que cette exécution fasse ressortir une différence impayée au détriment de la chambre syndicale.

Celle-ci ne supporte pas définitivement cette différence ; elle a, comme toute caution, recours contre le débiteur principal dont elle a payé la dette, ici contre l'agent de change dont elle a exécuté le marché. C'est donc ce dernier qui est en réalité l'objet d'un règlement différentiel forcé. Mais le recours de la chambre syndicale risque fort de ne pas la faire rentrer dans ses débours.

Du reste nous ne nous occupons ici que de l'exécution des marchés à terme ; or ces marchés sont exécutés à des dates fixes, où un grand nombre d'entre eux viennent à échéance à la fois. L'insolvabilité de l'agent de change ne sera vraisemblablement pas bornée à ses rapports avec un seul client ; il sera insolvable en même temps vis-à-vis de certains de ses confrères pour des marchés conclus à la corbeille.

C'est donc une liquidation d'ensemble que la chambre syndicale va avoir à prendre en mains ; à côté des pertes supportées, comme caution des clients de l'agent insolvable, par l'ensemble des agents de change représentés par leur chambre syndicale, vont apparaître les pertes individuelles de chacun des agents qui ont contracté à la corbeille avec leur confrère défaillant.

C'est ce dernier point que nous allons maintenant examiner.

§ 3. — De la liquidation des marchés de corbeille contre l'agent de change défaillant.

Le décret de 1890 est très bref sur cette question de l'insolvabilité d'un agent de change dans ses rapports avec les autres agents de change. En effet, l'intérêt du public n'est pas en jeu, puisque, si cette insolvabilité se répercutait sur les donneurs d'ordres, ceux-ci auraient un recours contre la chambre syndicale. C'est pourquoi l'article 56 du décret de 1890 se contente de renvoyer au règlement intérieur de la Compagnie des agents de change. Cette affaire d'ordre interne sera réglée comme il plaira à la corporation intéressée.

L'article 39 du règlement de la Compagnie des agents de change de Paris décide qu'un administrateur provisoire sera nommé pour procéder à la liquidation des opérations engagées. Cet administrateur aura à s'occuper de la liquidation de deux séries de marchés différents : d'une part ceux conclus par l'agent de change avec ses propres clients, de l'autre ceux conclus par l'agent de change à la corbeille.

En ce qui concerne les marchés dont il s'était chargé pour ses clients, nous avons déjà vu que l'agent de change défaillant était en quelque sorte cautionné par la chambre syndicale ; lorsqu'il y a lieu de liquider l'ensemble des opérations conclues par lui, ceux de ses clients dont les marchés ne sont pas encore arrivés normalement à l'é-

chéance sont autorisés à liquider immédiatement par contre-opération les opérations engagées ; mais ils peuvent, s'ils le préfèrent, attendre l'arrivée du terme et réclamer alors le paiement intégral de leurs créances.

Dans les rapports de l'agent de change défaillant avec chacun de ses confrères, on procède d'abord à toutes les compensations possibles. Pour les différences restant dues après compensation, ou pour les titres dus en vertu d'une opération qui ne peut se compenser avec une opération inverse, il faudra distinguer suivant que l'agent de change défaillant est créancier ou débiteur. Au premier cas, si les marchés conclus l'avaient bien été pour le compte de sa clientèle, il a droit à livraison intégrale de ce dont il est créancier afin de pouvoir désintéresser entièrement ses donneurs d'ordre. Au contraire, lorsqu'il est débiteur, les agents de change, ses créanciers, concourront entre eux pour un dividende ; pour pouvoir exécuter vis-à-vis de leur propre clientèle, ils seront souvent mis par là dans la nécessité d'acheter une seconde fois à la corbeille les titres que leur confrère défaillant ne leur livre pas.

Les règles suivies en cas d'insolvabilité d'un agent de change sont donc toutes différentes, suivant qu'on envisage les rapports de cet agent de change avec ses confrères ou avec ses clients.

Le premier principe est que les clients ne doivent supporter aucune perte. On fera donc tout ce qui est possible pour permettre à l'agent de change d'exécuter les mandats qu'il a assumés ; puis, si besoin est, la chambre syndicale

exécutera, aux frais de la corporation, les opérations restées en souffrance.

Entre agents de change, au contraire, la règle de la solidarité ne s'applique pas. Les pertes résultant de la défaillance d'un agent de change sont supportées individuellement par chacun de ceux avec lesquels il a contracté (1).

§ 4. — Liquidation forcée des marchés de coulisse.

Cette liquidation peut être nécessaire, soit dans les rapports des coulissiers avec leurs clients, soit dans les rapports des coulissiers entre eux.

A. — *Liquidation forcée dans les rapports des coulissiers avec leurs clients.*

Le coulissier ne bénéficie pas des dispositions du décret de 1890 ; en sens inverse, le client ne tient de la loi aucun droit contre la chambre syndicale des banquiers à terme. Le législateur n'est pas intervenu ici ; il a laissé les parties en présence régies exclusivement par les dispositions de leurs contrats ou par les usages qui s'imposeraient à elles.

α) *Droits du coulissier.*

Les banquiers à terme peuvent invoquer en leur faveur

(1) C'est sur une comparaison entre la procédure suivie dans les bourses et les règles habituelles de la faillite qu'il faudrait faire porter ici l'analyse juridique. Mais nous sortirions par là du cadre de notre étude, où nous avons voulu seulement montrer comment les principes généraux des obligations rendaient compte de la liquidation différentielle en usage dans les bourses.

un usage constant. Faute par leur client de remplir ses obligations à l'échéance, ils l'exécuteront en bourse, c'est-à-dire qu'ils revendront les titres qu'il les a chargés d'acheter ou qu'ils rachèteront les titres qu'il les a chargés de vendre. Une différence est ainsi dégagée à la charge de ce client. Le plus souvent, le coulissier pourra se payer de cette différence sur la couverture qu'il aura pris soin d'exiger. Au cas contraire, ou lorsque cette couverture est insuffisante, il lui faudra bien agir devant les tribunaux. Ceux-ci pourraient-ils contester soit l'existence même du dommage, soit le chiffre de sa demande ?

Les idées que nous avons déjà à plusieurs reprises développées, nous conduisent nécessairement à répondre négativement à cette question. La conclusion entre le coulissier et son client d'un contrat conforme aux usages du marché en banque, impliquait l'existence d'un pacte comissoire tacite, autorisant le banquier à considérer le contrat qui l'unissait à son client comme résolu de plein droit, sans mise en demeure, par le seul fait de l'inexécution à l'échéance. Le contrat une fois résolu, le banquier a conclu pour son propre compte un marché inverse de celui conclu antérieurement sur l'ordre de son client ; il se met par là en état d'exécuter ce premier marché vis-à-vis du banquier qui lui a servi de contre-partie. Mais la conclusion du second contrat l'a constitué en perte. Ainsi il rachète pour son compte, à 480 francs, 100 actions De Beers, vendues huit jours plus tôt sur l'ordre de son client à 500 francs. La différence entre les deux prix, soit ici 2.000 francs, constitue

le montant de l'indemnité dont, conformément aux usages, son client s'était reconnu débiteur au moment où il lui avait confié son ordre pour le cas où, à l'échéance, il ne ferait pas honneur à ses engagements. Le recours du coulissier devant les tribunaux n'aura donc pas pour but de faire établir le montant des dommages-intérêts dus, mais uniquement de lui faire donner l'autorisation d'employer les voies d'exécution sur les biens.

Il n'y a donc, à ce point de vue, aucune différence entre la situation du coulissier et celle de l'agent de change.

β) Droits du donneur d'ordre.

Le donneur d'ordre jouit-il contre le coulissier d'un droit d'exécution analogue à celui dont le coulissier dispose contre lui ? Si l'affirmative devait être admise, il lui suffirait de recourir contre ce coulissier en paiement de la différence dégagée par une contre-opération conclue en bourse.

A notre avis aucun principe juridique ne s'opposerait à cette solution (1). Mais les usages, ici souverains, ne sont pas en ce sens.

Du reste, en équité, on conçoit très bien que les droits du donneur d'ordre soient moins étendus que ceux de son mandataire. S'il est nécessaire d'admettre au profit de celui-ci une procédure exceptionnellement rapide et simplifiée, c'est que, sur l'ordre de son client, il a conclu avec un tiers un marché à échéance de rigueur dont il s'est rendu personnellement garant. Il lui faut donc, sous peine d'être

(1) Cf. *suprà*, p. 170.

personnellement exécuté, se procurer pour l'échéance les titres vendus ou les sommes promises comme prix d'achat ; une exécution un peu tardive de la part de son client ne lui serait d'aucune utilité. Et, d'autre part, le nouveau contrat qu'il conclut pour se mettre en état d'exécuter malgré la défaillance de son client, permet de calculer rigoureusement le montant du dommage qu'il a subi.

Il n'en est pas de même dans l'hypothèse où nous nous plaçons ici. Le donneur d'ordre s'en est tenu au mandat qu'il a confié au coulissier ; il n'a pas conclu un second marché dont l'exécution dépende de l'exécution préalable des obligations assumées par son mandataire. Sans doute il peut être fâcheux pour lui qu'un marché à terme, conclu dans des conditions avantageuses, ne soit pas exécuté ; mais sa situation ne diffère pas essentiellement de celle d'un vendeur ou d'un acheteur quelconque, dont la contre-partie se refuse à exécuter les engagements pris.

Il n'y a donc pas de raison pour lui conférer d'autres droits que ceux qui, de droit commun et sans stipulation spéciale, appartiennent à tout vendeur et à tout acheteur. Il devra mettre d'abord son mandataire en demeure ; il aura ensuite le choix entre une action en exécution du contrat conclu, s'il croit le coulissier en mesure d'y procéder, ou une action en résolution avec dommages-intérêts, si ses préférences sont de ce côté. Le tribunal retrouvera son pouvoir d'appréciation, et quant au chiffre des dommages-intérêts, et quant à la possibilité d'accorder des délais au coulissier pour s'exécuter (1).

(1) Cf. cependant *in/rà*, p. 188.

A ce dernier point de vue, cependant, les tribunaux devront se montrer particulièrement circonspects, quand bien même le défaut du coulissier tiendrait à une cause honorable, telle que la non-exécution des obligations contractées envers lui par le banquier qui lui a servi de contre-partie. Il est certain, en effet, qu'avec des marchandises susceptibles de variations de prix aussi rapides que certaines valeurs de bourse, les délais d'exécution accordés peuvent facilement devenir dangereux ; il suffirait par exemple d'une baisse considérable, pour que le banquier chargé d'acheter pût se procurer les titres à un prix inférieur à celui que son client s'est engagé à payer, et réaliser désormais, en exécutant, un bénéfice aux dépens de son client.

Du reste, lorsque le donneur d'ordre agit en résolution et conclut une seconde fois en banque l'opération dont il avait chargé le coulissier défaillant, la différence entre le prix auquel ce nouveau marché a été conclu et le prix du marché non exécuté constituera pour le tribunal le principal élément d'appréciation des dommages-intérêts dus ; mais elle ne le liera pas.

Il n'y a donc pas de règlement différentiel forcé contre le coulissier qui n'exécute pas ses engagements à l'échéance.

B. — *Liquidation forcée dans les rapports
des coulissiers entre eux.*

Nous n'avons que très peu de choses à dire de cette dernière hypothèse. La coulisse du terme s'est donné, nous l'avons vu, une organisation très analogue à celle du par-

quet. La liquidation des engagements pris par le couliissier défaillant s'effectuera donc sensiblement de la même façon que la liquidation des engagements contractés par un agent de change insolvable.

SECTION III. — Du règlement différentiel forcé dans les bourses de marchandises.

Nous étudierons dans un premier paragraphe le règlement différentiel forcé dans les rapports des adhérents au marché du terme et de ceux dont ils ont porté les ordres sur le marché.

Un second paragraphe sera consacré à la liquidation différentielle forcée entre les adhérents au marché du terme.

Enfin nous traiterons dans un troisième paragraphe du règlement différentiel forcé dans les caisses de liquidation.

§ 1. — Règlement différentiel forcé entre courtiers en opérations à terme et clients.

Le courtier en marchandises, adhérent au marché du terme, et l'agent de change jouent vis-à-vis de leurs clients un rôle sensiblement analogue. Mais le monopole de fait des courtiers en opérations à terme n'est pas, comme celui des agents de change, consacré par la loi ; à la différence des agents de change, les courtiers ne peuvent donc invoquer contre leurs clients, — ou voir invoquer par ceux-ci contre eux, — que les termes de leurs conventions ou la force obli-

gatoire des usages ; et d'autre part aucune solidarité, analogue à celle du décret de 1898, ne leur est imposée vis-à-vis de leurs donneurs d'ordres.

Le défaut d'exécution à l'échéance peut se produire soit dans la personne du donneur d'ordre, soit dans celle du courtier. Examinons successivement ces deux hypothèses.

I. — *Défaut d'exécution de la part du donneur d'ordre.*

Jean a, dans un but de spéculation, chargé le courtier Louis de vendre pour son compte 1.000 quintaux de blé, à 23 francs le quintal, sur l'échéance de mai ; l'opération a été effectuée sur le marché du terme de Paris, ainsi que l'atteste le bordereau remis à Jean. Mais, à l'échéance, les blés ont monté et cotent 25 francs le quintal. Jean ne s'est pas résigné à conclure la contre-opération qui l'aurait mis en mesure de liquider différentiellement à l'amiable ; son mandataire lui réclamera donc livraison des 1.000 quintaux de blé qu'il a vendus pour son compte. Jean répond par une fin de non-recevoir ; quels seront les droits du courtier Louis ?

Pas plus qu'un agent de change, il ne peut se contenter d'une action en résolution avec dommages-intérêts. Il a, en effet, pris à la Bourse du Commerce, sur le mandat de Jean, une position qu'il lui faut liquider : il a vendu en son propre nom ces 1.000 quintaux de blé à X, et est obligé d'en faire livraison, malgré la défaillance de son mandant. Force lui sera donc, pour faire face à ses engagements personnels, de racheter les 1.000 quintaux vendus, au cours du jour,

soit pour 25.000 francs. Désormais, acheteur et vendeur à la fois, Louis se libérera vis-à-vis de chacune de ses contreparties suivant le mode habituel, c'est-à-dire en endossant à l'une la filière qui lui sera transmise par l'autre et en payant la différence entre la facture qu'il cède et celle qui lui est présentée, soit dans l'espèce 2.000 francs. Il procède donc à la liquidation différentielle de sa propre position.

Mais, comme il entendait agir seulement en qualité de mandataire de Jean, il recourra contre celui-ci en remboursement des 2.000 francs qu'il a dû payer par sa faute (1). Jean serait-il en droit de refuser ce remboursement, sous prétexte que son courtier aurait excédé ses droits, en l'exécutant ainsi en bourse ?

Souvent le courtier n'aura pas même besoin d'agir en justice contre son client ; il se paiera sur la couverture dont il avait exigé le dépôt, préalablement à toute opération (2). Une action en restitution de la couverture, émanant du client, aboutirait à un échec certain ; le dépôt de la couverture impliquait nécessairement soumission aux

(1) Le recours comprendra, à côté de cette différence de bourse, le montant du courtage dû pour la vente à terme primitive, un courtage pour le rachat effectué en bourse, destiné à payer le courtier des frais et démarches supplémentaires qu'il a dû faire, enfin des intérêts moratoires.

Le courtier ne pourrait y faire figurer aucune autre somme. Une action en dommages-intérêts ne peut être en effet une source de bénéfices ; et le seul dommage subi par le courtier est celui qui résulte de sa situation d'intermédiaire personnellement responsable.

(2) Souvent, ce courtier se sera en outre réservé le droit d'exiger un supplément de couverture, au cas où celle primitivement déposée deviendrait insuffisante. Cf. *infra*, p. 212.

usages de bourse, qui autorisent le courtier à conclure, aux risques et périls de son client, l'opération inexécutée par celui-ci.

Mais la solution n'est pas plus douteuse, lorsque le courtier n'a pas exigé de couverture ou n'a entre les mains qu'une couverture insuffisante ; car il n'a fait que profiter de la résolution de plein droit du contrat à l'échéance, résolution qui découle d'un pacte comissoire tacite, consacré par les usages. Son action en paiement de la différence de bourse est une action en paiement de dommages-intérêts pour la perte qu'il a subie, par suite de la nécessité où il s'est trouvé d'exécuter, malgré la défaillance de son mandant, le contrat conclu pour son compte.

Le rachat en bourse effectué par Louis n'est donc pas une exécution des obligations de Jean en ses lieu et place ; c'est l'exécution par Louis et pour son propre compte d'une opération qui lui est nécessaire. Mais, vis-à-vis de son client, le courtier s'est seulement prévalu de son droit de résolution immédiate du contrat qui les lie. L'exécution par le donneur d'ordre n'a d'intérêt pour lui que si elle a lieu à l'échéance ; toute offre de livraison postérieure ne lui serait plus d'aucun secours ; il est donc en droit de la refuser.

Si le courtier peut rejeter toute offre d'exécution du contrat postérieure à l'échéance, les tribunaux n'auront-ils pas du moins le droit de réduire le chiffre des dommages-intérêts demandés ? On ne saurait l'admettre, croyons-nous, sans ressusciter partiellement l'ancienne jurisprudence sur l'except-

tion de jeu (1). Il n'y a point ici de question d'appréciation personnelle dans l'évaluation du dommage subi par le courtier ; son montant ressort mathématiquement de la comparaison des cours auxquels ont été conclues les deux opérations inverses ; il était accepté par les parties elles-mêmes à titre de clause pénale. L'investigation du tribunal ne peut donc porter que sur la conclusion effective de cette seconde opération et sur le moment où elle a été conclue.

II. — *Défaut d'exécution de la part du courtier.*

Jean, minotier, a chargé en mars Louis, courtier, de lui acheter 4.000 quintaux de blé sur l'échéance de juin. Louis l'a avisé de la conclusion du marché au cours de 23 francs ; mais, en réalité, espérant réaliser l'achat à un cours moins élevé, avant l'échéance, il a pratiqué la contre-partie (2).

(1) C'est dans cette hypothèse, en effet, qu'en matière de contrats sur marchandises l'exception de jeu était fréquemment invoquée. Avant 1885 les tribunaux l'auraient admise dans certaines circonstances ; aujourd'hui ils sont tenus de la rejeter. Mais, si les théories que nous avons développées sont exactes, réduire le montant de la somme réclamée par le courtier à titre de différence de rachat reviendrait à accorder au client de mauvaise foi un bénéfice tout à fait analogue à l'ancienne exception de jeu.

(2) La défaillance du courtier pourrait avoir une autre cause, telle que la non-exécution par celui avec qui il a contracté à la bourse. Cf., à ce sujet, ce que nous avons dit pour l'agent de change, *suprà*, p. 166.

Rappelons encore ici que nous ne nous préoccupons pas du cas où le client a conclu deux opérations successives inverses et ne demande par conséquent au courtier que le paiement de la différence représentant son gain. Il ne peut y avoir alors de discussion sur le montant du recours exercé ; il y a eu liquidation différentielle par compensation. L'action en justice n'a pour but que de permettre au plaignant de poursuivre par les voies ordinaires le paiement de cette différence.

Or, contrairement à ses prévisions, une hausse se produit; les blés cotent en juin 25 francs le quintal; Louis est mis ainsi dans l'impossibilité de se couvrir, à moins de subir une perte qu'il est hors d'état de solder. A l'échéance, il répond donc par une fin de non-recevoir à la demande de livraison de son client, qui lui offre les fonds. Quels seront les droits de ce dernier?

La situation est assez différente de la situation inverse que nous examinions tout à l'heure. Dans ce cas, en effet, le courtier s'était engagé dans un marché de bourse, sur l'ordre de son client; or les marchés de bourse sont à échéance de rigueur; en vertu des usages, auxquels, comme adhérent du marché du terme, le courtier est soumis, la non-exécution immédiate à l'échéance exposait ce courtier à être personnellement exécuté en bourse; la livraison tardive par son client ne pouvait donc lui être d'aucune utilité.

Il en est tout autrement ici. Le donneur d'ordre, par hypothèse, n'a conclu qu'un seul marché; l'exécution par son courtier, au jour même de l'échéance, ne lui est donc pas rigoureusement nécessaire. Le tort que lui fait subir le défaut de livraison de ce courtier est analogue à celui que cause à tout acheteur le retard de son vendeur; la seule différence viendrait de ce que les marchandises négociées à terme en bourse sont susceptibles de variations de valeur plus fréquentes et plus amples (1). Les raisons

(1) Les variations des cours pourraient parfois permettre au courtier qui a pratiqué la contre-partie d'acheter avec bénéfice, peu de temps après l'échéance, les marchandises vendues à son client. Il est inadmissible qu'il puisse alors offrir livraison et réaliser un gain, par

qui faisaient dispenser le courtier, au cas de défaillance de son client, des formalités habituelles et des lenteurs qui leur sont inhérentes, n'existent donc pas ici.

Du reste le donneur d'ordre ne pourrait invoquer d'usages dans le sens de ses prétentions. Les relations entre les courtiers et leurs clients sont du domaine des contrats individuels.

Mais il ne faut pas oublier que les rapports du donneur d'ordre et de son courtier sont en réalité des rapports de mandant à mandataire et non de vendeur à acheteur. Or si, de droit commun et sauf pacte comissoire exprès ou résultant tacitement des usages, un acheteur doit recourir à la justice pour faire résoudre le contrat inexécuté par le vendeur, il n'en est pas de même d'un mandant. « Le mandant peut, dit l'article 2004, révoquer sa procuration quand bon lui semble. » Le donneur d'ordre peut donc révoquer immédiatement pour l'avenir le mandat inexécuté par le courtier. Par là il atteint l'un des résultats que l'application du pacte comissoire résultant des usages procurait au courtier en cas de défaillance de son client ; il est désormais en droit de repousser toute offre de livraison de son mandataire. Le contrat sera donc résolu dès l'époque de l'échéance ; mais il faudra que, par un acte non ambigu, le donneur d'ordre ait manifesté son intention de révoquer ainsi son mandat.

Aux autres points de vue, les deux situations seront très suite du retard fautif qu'il a apporté à l'exécution de ses obligations. Cf. *suprà*, p. 179 et suiv. les développements que nous avons consacrés au cas tout à fait analogue de recours d'un donneur d'ordre contre un coulisier défaillant.

différentes. D'abord, il ne saurait être question d'exécution en bourse du courtier par son client. Sans doute ce dernier peut donner mandat à un autre courtier d'acheter les blés qui ne lui ont pas été livrés ; mais, comme il n'a pas de marché inverse à exécuter au jour du terme, il peut faire conclure ce marché de remplacement à un jour quelconque à son choix. Quand il donnerait à un courtier l'ordre de la passer immédiatement, au premier cours coté, il ne pourrait s'en autoriser pour réclamer, à titre d'indemnité, au courtier défaillant la différence entre les deux prix. La variation des cours sera évidemment un élément essentiel à l'aide duquel le tribunal calculera l'indemnité accordée au donneur d'ordre ; mais cet élément d'appréciation n'a rien d'exclusif et les tribunaux pourraient, suivant les circonstances, accorder au donneur d'ordre remboursement de la différence déagée par un achat de plusieurs jours postérieur, comme en sens contraire réduire le chiffre de la perte résultant d'un achat immédiat.

Il faut même aller plus loin : le courtier, vis-à-vis duquel le client n'exécute pas, ne saurait réclamer à celui-ci une différence calculée abstraitement, sans contre-marché effectivement conclu en bourse. Ici, il en est autrement : quand bien même l'acheteur à terme ne rachèterait pas par l'intermédiaire d'un autre courtier les quantités qui devaient lui être livrées, il n'en aurait pas moins le droit d'agir en dommages-intérêts contre son mandant primitif ; et le tribunal pourrait encore prendre les cours cotés à l'échéance pour base de l'indemnité à accorder.

Du reste, s'il peut arriver que, par simple mauvaise humeur et sans être pour cela insolvable, un donneur d'ordre étranger à la bourse refuse d'exécuter le marché désavantageux qu'il a conclu, il n'en sera pas de même d'un courtier ; celui-ci ne cessera de faire honneur à ses engagements que lorsqu'il lui sera impossible de faire autrement ; car, par sa défaillance, il perdrait sa situation à la bourse. Son client n'aura donc d'autre ressource que de produire à sa faillite pour un dividende.

**§ 2. — Règlement différentiel forcé dans la liquidation
par filières.**

La liquidation par filières met en présence deux catégories différentes de contractants.

L'émetteur et l'arrêteur de filière n'ont conclu qu'un seul marché ; ils sont par suite tenus l'un envers l'autre d'exécuter effectivement les prestations promises. Si l'un d'eux fait défaut, il sera l'objet d'une exécution forcée, suivant les règles que nous allons exposer.

Tous les endosseurs intermédiaires, au contraire, ont liquidé différemment leurs obligations au cours de la circulation de la filière ; ils ont payé ou encaissé la différence existant à leur charge ou à leur profit, au moment même où ils apposaient leur endos sur la filière (1). Cette

(1) Il en est ainsi du moins dans la liquidation des filières par échange de factures, telle qu'elle est pratiquée à Paris. Mais, lorsque les filières sont liquidées sur un prix d'émission, et même sur certaines places, où il y a cependant liquidation par échange de factures,

liquidation différentielle amiable est définitive ; il ne saurait donc être question, en ce qui les concerne, de règlement différentiel forcé. Ce n'est pas à dire qu'ils soient à l'abri de tout recours, lorsque l'émetteur ou l'arrêteur de filière font défaut ; mais ce recours, dont nous aurons du reste à déterminer la portée exacte, ne change rien à la liquidation différentielle préalablement opérée à leur égard.

Examinons successivement le cas où le refus d'exécution vient du créateur de la filière, et celui où il viendrait du réceptionnaire.

Défaut du livreur.

Un vendeur A a émis une filière, aux termes de laquelle il est tenu de livrer 250 quintaux de blé à son acheteur direct B ou à son ordre ; sa facture, jointe à la filière, est établie au prix de 22 francs le quintal. Par suite des endos successivement apposés, il se trouve mis en rapports avec F et n'a plus droit qu'aux prix portés sur la facture établie par E sur F, soit 21 fr. 50 par quintal. Contrairement à ses

comme à Marseille, le paiement des différences reste à effectuer après que toutes les signatures ont été apposées sur la filière et que le livreur et le réceptionnaire ont été mis ainsi en présence. Deux méthodes peuvent être alors employées, soit que la liquidation différentielle amiable reste définitive et que tout titulaire de différence soit réduit à un recours en paiement contre son débiteur, soit que les opérations de liquidation, accomplies jusque-là seulement sur le papier, soient effacées, en sorte que tout vendeur se retrouvera individuellement en présence de son acheteur.

Cf. sur ces questions, Patoux, *op. cit.*, chap. 2 et 7.

engagements, A se refuse à faire livraison (1). Quels seront les droits de F ?

F, l'arrêteur de filière, a été mis par délégation aux lieu et place de B. Il a donc contre le vendeur défaillant les mêmes droits dont aurait disposé son acheteur direct B, si, au lieu d'endosser la filière, il l'avait immédiatement arrêtée.

Les usages, codifiés dans les règlements des associations syndicales d'opérateurs à terme, le dispensent des formalités habituellement nécessaires pour la mise en demeure. Tous les vendeurs en bourse (2) sont mis en demeure le dernier jour du mois (3), par le seul fait de l'échéance (4). Cette mise en demeure de plein droit est complétée par un pacte commissoire tacite. Le contrat synallagmatique de vente, qui unissait l'émetteur à l'arrêteur de filière, est

(1) On n'aperçoit pas très bien comment peut se produire ce défaut du livreur. La filière porte indication d'un lot de marchandises entreposé dans un magasin général ; l'émetteur de filière devrait donc être nécessairement en état de faire face aux engagements constatés par la filière. Cependant, tous les règlements prévoient expressément la possibilité d'un refus de livraison.

Du reste, lorsqu'un vendeur, qui ne s'est pas couvert par une contre-opération, néglige d'émettre une filière, il est l'objet d'une procédure d'exécution, absolument identique à celle en usage contre l'émetteur de filière défaillant. Et c'est là l'hypothèse qui nous semble pratique : le vendeur, lorsqu'il est hors d'état de procéder à la livraison à laquelle il s'est obligé, ne doit pas pouvoir émettre de filière. Tout ce que nous disons au texte s'appliquera aussi à cette dernière situation.

(2) Il s'agit donc aussi bien du vendeur qui n'a pas émis de filière que de celui qui en a émis une.

(3) Jusque-là le vendeur ne saurait être considéré comme en retard, puisqu'il a le droit de livrer un jour quelconque du mois.

(4) Blés, art. 71 ; Farines, art. 72 ; Huiles, art. 19 ; Alcools, art. 25.

résolu sans recours à la justice (1) et sans qu'il puisse être question par conséquent d'accorder des délais au vendeur.

Reste seulement à déterminer le montant des dommages-intérêts auxquels l'arrêteur de filière aura droit et les personnes à qui il pourra les réclamer.

Le préjudice subi par cet arrêteur de filière vient de ce que les cours sont plus élevés qu'au moment où il avait acheté ; sans cela, en effet, il serait incompréhensible que le livreur eût fait défaut. Si donc l'arrêteur de filière, ayant besoin des blés qu'il avait achetés, procède à un nouvel achat en bourse, il lui faudra déboursier une somme supérieure à celle dont il était tenu envers le livreur. Cette hausse des cours mesure exactement le préjudice qu'il a subi et par suite l'indemnité qu'il est en droit de réclamer.

Encore faut-il cependant que, devant le défaut de son livreur, il n'ait pas renoncé à se procurer les blés qu'il avait achetés, car le préjudice subi deviendrait alors problématique et serait en tout cas difficile à calculer exactement (2).

(1) Blés, art. 72 ; Farines, art. 73 ; Huiles, art. 20 ; Alcools, art. 26.

(2) Les règlements des Blés, art. 72, et des Farines, art. 73, contiennent la clause suivante : « A défaut d'exécution, l'acheteur peut, sans mise en demeure préalable, considérer la vente comme résolue à son profit pour la quantité non livrée, sur le cours de la dernière cote du jour de livraison, ou bien faire racheter cette quantité, par courtier assermenté, aux frais, risques et périls du vendeur, à la bourse du premier jour du mois suivant. »

Cet article semble établir une antithèse entre le rachat en bourse et la résolution du contrat. Nous avons vu ce qu'il fallait en penser : le rachat en bourse ne s'explique qu'après résolution sans délai du contrat de vente non exécuté. Mais le droit de résolution ouvert à l'acheteur n'en diffère pas moins profondément de la résolution suivie de rachat ; les règlements prévoient ici une résolution du contrat

En second lieu, le rachat, auquel la non-livraison par son vendeur l'a obligé de procéder, ne doit pas être conclu dans des circonstances de nature à grossir la différence pour laquelle il aura son recours ; sans quoi il aurait aggravé par son fait la situation de son débiteur, ce qui est inadmissible. Ce sont là les deux points sur lesquels les règlements de bourse auront à prendre des précautions.

avec calcul abstrait des dommages-intérêts. L'acheteur annonce son intention de ne pas accomplir l'opération qui suppléerait au défaut de livraison de son vendeur, et cependant il forme un recours en dommages-intérêts, basé sur la perte qu'il aurait subie s'il avait effectivement accompli cette opération à laquelle il renonce.

Nous ne pouvons que renouveler ici nos critiques contre ce mode absolument arbitraire de calcul des dommages-intérêts. Qui prouve que, si l'acheteur avait racheté en bourse la quantité non livrée, il l'aurait fait précisément au dernier cours coté le jour de l'échéance ? Et comment dire qu'il a subi un préjudice précisément égal à l'écart des cours, puisqu'il n'a pas acheté à ce cours en hausse ? Suppose-t-on que, n'ayant plus besoin des marchandises achetées, il les aurait revendues avec bénéfice ? Ce n'aurait pu être en tout cas qu'aux cours du lendemain de l'échéance, tandis qu'on lui fait application des cours du jour même de cette échéance ; et qui sait du reste s'il ne les eût pas gardées dans l'espoir d'une nouvelle hausse, qui peut-être ne se serait pas produite ? Du moment que l'on abandonne le principe suivant lequel la différence est calculée entre le prix dû et impayé par la faute du vendeur, et le prix réellement payé à un nouveau vendeur, on perd toute base stable d'appréciation ; on tombe dans l'arbitraire.

Du reste, la disposition de ces articles peut bien recevoir volontairement application entre les adhérents au marché du terme, parce qu'ils redoutent que leur refus de s'y conformer ne les fasse exclure par la commission syndicale. Mais serait-elle appliquée par les tribunaux, si le différend était porté devant eux ? Ceci nous semble beaucoup plus douteux. Puisque le chiffre des dommages-intérêts réclamés ne résulte plus, sans arbitraire possible, du supplément de prix qu'a dû payer l'acheteur non livré, les tribunaux retrouveraient, croyons-nous, leur pouvoir d'appréciation sur le quantum du dommage réellement subi.

La base du recours en dommages-intérêts de l'arrêteur de filière est donc un rachat effectif en bourse, permettant de dégager la différence qui fixera le chiffre de ce recours. Tous les règlements disent que ce rachat aura lieu « aux frais, risques et périls du vendeur » ; mais nous avons déjà vu (1) ce qu'il fallait penser de cette formule ; elle signifie seulement que le prix auquel sera conclu le rachat déterminera le montant de l'indemnité due par le vendeur.

Le rachat a lieu par courtier assermenté ; il est, sous peine de nullité, préalablement affiché en bourse, dans les conditions déterminées par les règlements (2). Une attestation devra être délivrée à l'auteur du rachat par le courtier qui y a procédé (3). Ainsi toutes les précautions sont prises, pour que le chiffre des dommages-intérêts soit déterminé par la différence entre le prix payé pour un second achat effectif et le prix stipulé pour l'achat non exécuté.

D'autre part, ce rachat ne doit pas être effectué à un cours arbitrairement choisi par l'arrêteur de filière ; il a lieu nécessairement le lendemain de l'échéance, c'est-à-dire le premier jour du mois ; l'heure même en est fixée dans certains règlements (4). Notons que, sur le marché des alcools et des

(1) Cf. *suprà*, p. 153.

(2) Blés, art. 74 ; l'affichage doit avoir lieu la veille du rachat, avant 5 h. 1/2, au siège du syndicat et à la bourse. De même, Farines, art. 75. Le règlement des Alcools, art. 26, al. 1, ne prévoit qu'un affichage à la bourse avant 5 h. 1/2 ; de même celui des Huiles, art. 17, al. 2 et 3, avant 2 h. 1/2.

(3) Blés, art. 74, al. 2 ; Farines, art. 76, al. 1 ; Alcools, art. 26, al. 2.

(4) Alcools, art. 26 ; Huiles, art. 20.

huiles, un véritable délai de grâce est accordé au vendeur défaillant ; il y jouit du droit de livrer soit jusqu'à une heure déterminée (1), soit jusqu'au moment où il a été procédé au rachat (2). En cas de contestation sur le prix auquel a été effectué le rachat, les règlements des blés et des farines donnent à la commission, élue par les adhérents, le pouvoir de déterminer le cours de conclusion ; une indemnité sera ajoutée à la somme ainsi obtenue, à titre de dommages-intérêts moratoires (3). Le montant du recours de l'arrêteur de filière est donc ici légèrement supérieur à la différence de bourse.

A qui incombera le paiement des dommages-intérêts ainsi déterminés ?

Le premier responsable est évidemment le livreur en défaut. C'est contre lui que l'acheteur aurait d'abord une action en exécution, par suite de la délégation qu'il a acceptée. Mais il a renoncé à cette action en exécution pour procéder au rachat, c'est-à-dire suppléer au défaut d'exécution par une nouvelle exécution pour son propre compte ; par là est apparu le montant du dommage qu'il a subi. Le réceptionnaire sera-t-il réduit, pour la différence de bourse

(1) Alcools, art. 26. Le vendeur peut offrir de livrer jusqu'à 5 heures le jour fixé pour le rachat.

(2) Huiles, art. 20.

(3) Cette indemnité sera de 6 0/0 du cours de compensation fixé par la commission, pour les blés, art. 73, et les farines, art. 74. Pour les huiles, elle est fixée une fois pour toutes à 2 francs par 100 kilogrammes, soit 100 francs par unité de filière ; elle sera due même si le vendeur, usant du délai de grâce qui lui est accordé, offre la marchandise avant que le rachat n'ait été effectué.

ainsi déterminée, à un recours contre le livreur ; sera-t-il même obligé d'agir contre ce livreur ?

Les règlements l'en dispensent. C'est à son vendeur, directement responsable et tenu au paiement immédiat, qu'après exécution en bourse du livreur, l'acheteur fera réclamer, par le liquidateur de la filière, la différence augmentée des frais (1).

Juridiquement, que s'est-il produit ? Le réceptionnaire avait accepté comme délégué l'émetteur de la filière. C'est à ce dernier, en conséquence, qu'il a tout d'abord réclamé livraison. Mais il n'avait accepté cette délégation que sous réserve de ce qu'elle ne lui causât aucun préjudice ; il n'avait donc pas rompu le lien contractuel qui l'unissait antérieurement à son propre vendeur.

Est-ce à dire que la délégation faite n'a été qu'une délégation imparfaite, c'est-à-dire une délégation sans effet novatoire ? Nous ne le croyons pas.

Si, en effet, il y avait délégation imparfaite, la condition à laquelle était subordonnée l'efficacité de la délégation, c'est-à-dire la livraison par l'émetteur de la filière, n'ayant pas été réalisée, la délégation serait annulée ; le réceptionnaire se retrouverait en face de son vendeur, à qui il réclamerait la livraison dont il était tenu avant la délégation. Cette solution donnerait en pratique des résultats déplora-bles. En effet, le vendeur direct du réceptionnaire ne possède pas les marchandises vendues ; il n'était en mesure

(1) Farines, art. 76 ; Blés, art. 74 ; Alcools, art. 26, al. 3 ; Huiles, art. 18.

d'exécuter qu'en déléguant à son acheteur son propre vendeur, ou celui que ce vendeur s'était déjà substitué pour l'obligation de livraison. Il n'aura donc d'autre ressource que d'agir lui-même contre son propre vendeur. Mais de recours en recours, on remontera ainsi la filière jusqu'à celui qui l'a émise, et qui, par hypothèse, ne possède pas ce qu'il s'est obligé à livrer.

Nous sommes donc en présence d'une série de ventes portant sur des marchandises inexistantes. Le seul moyen de procéder d'un seul coup aux livraisons qui incombait à tous les vendeurs, et à l'exécution desquelles était subordonnée la liquidation différentielle amiable précédemment accomplie, c'est de racheter les marchandises non livrées. Il faudrait bien en venir là, même si l'on adoptait le système auquel conduirait la théorie de la délégation imparfaite ; mais on n'effectuerait ce rachat qu'après un retard, préjudiciable au réceptionnaire qui a besoin des marchandises ; gênant pour tous les vendeurs intermédiaires qui, une fois leurs opérations liquidées différentiellement, ne demandent qu'à être mis définitivement hors de cause ; onéreux pour le livreur en défaut, parce que les frais auront grossi, et peut-être aussi parce que, pendant tous ces délais, les cours auront subi de nouvelles fluctuations.

Si au contraire la délégation a produit un effet novatoire, le recours du réceptionnaire contre son vendeur direct ne peut plus être une action en livraison des choses vendues. L'ancienne obligation résultant de la vente a été détruite ; c'est donc aux risques et périls du livreur que le réception-

naire procède au rachat consécutif à la non-livraison. Seulement, pour cesser d'avoir envers le réceptionnaire l'obligation de lui livrer, le vendeur, dernier endosseur de la filière, n'a pas été affranchi de toute obligation ; il est resté responsable du préjudice résultant du défaut du livreur délégué par lui. Son obligation de vendeur a été novée en une dette conditionnelle d'indemnité, dette dont le montant sera déterminé dans des conditions précisées à l'avance ; il est tenu d'une sorte de clause pénale (1).

La liquidation différentielle amiable, à laquelle la circulation de la filière a permis de procéder, est donc définitive (2). Les délégations qui l'accompagnaient sont des délégations parfaites ; les obligations de vendeur à acheteur sont éteintes entre tous les opérateurs intermédiaires, mis en rapports par la filière. Mais un lien subsiste entre eux. Leur obligation antérieure est novée en l'obligation de payer le préjudice résultant pour le dernier acheteur de la non-livraison par l'émetteur de filière, pourvu que ce préjudice ait été déterminé suivant les règles en usage dans les bourses.

En effet, ce n'est pas le dernier endosseur de la filière qui doit supporter en définitive les dommages-intérêts dus au réceptionnaire. Après les avoir payés, il jouit, pendant un court délai de vingt-quatre heures, d'un recours contre son

(1) Cf. *suprà*, p. 158.

(2) C'est donc à tort à notre avis qu'on emploie souvent, pour désigner l'hypothèse dont nous nous occupons, l'expression de *déliquidation*.

propre vendeur (1). On remontera ainsi, en suivant l'ordre inverse de celui dans lequel les endos ont été apposés sur la filière, jusqu'au premier acheteur, qui s'était mis directement en rapport avec le livreur défaillant. C'est sur ce premier endosseur de la filière que doit retomber la perte. Si le livreur, avec qui il avait personnellement contracté, dont il avait par conséquent suivi la foi, est hors d'état de faire face à ses engagements, il n'a qu'une ressource : c'est de poursuivre devant les tribunaux son vendeur défaillant et peut être failli, pour obtenir le droit d'employer les voies d'exécution de droit commun sur les biens. Le recours à la justice, avec les lenteurs qu'il implique, n'a plus désormais d'inconvénients. Sont seuls en présence deux contractants, dont l'un n'a pas fait honneur à ses engagements ; il n'y a plus d'autres intéressés dont la situation reste en suspens.

Si le paiement de l'indemnité due au réceptionnaire non livré doit en définitive retomber sur le premier endosseur de la filière, pourquoi le réceptionnaire ne lui réclamerait-il pas immédiatement la différence de revente ? On éviterait ainsi la cascade de recours dans l'ordre ascensionnel que va provoquer l'action du réceptionnaire. C'est la considération qui a probablement guidé les auteurs du règlement des Sucres, en vertu duquel l'action du réceptionnaire doit être intentée directement contre le premier endosseur de la filière.

(1) Blés, art. 74 ; Farines, art. 76 ; Alcools, art. 26, al. 3 ; Huiles art. 18.

Quelques avantages de simplicité que puisse présenter cette méthode, nous lui préférons sans hésiter la marche habituellement suivie. Que le réceptionnaire agisse contre son propre vendeur, cela est logique en effet ; c'est la conséquence d'une réserve mise à l'acceptation du débiteur que lui indique le livreur. Mais l'action directe du réceptionnaire contre le premier endosseur de la filière ne saurait reposer sur une base solide. Entre ces deux opérateurs à terme, aucun lien de droit n'existe. La seule solution juridique est celle qui ne permet au réceptionnaire de s'adresser qu'à ceux avec qui il a contracté, le livreur, devenu son débiteur par délégation, et son vendeur primitif.

Du reste, que se produira-t-il, si ce premier endosseur, actionné par le réceptionnaire, se trouve à son tour insolvable ? L'hypothèse n'a rien d'in vraisemblable. Serait il juste que le réceptionnaire, qui n'a pas contracté avec ce premier endosseur, supportât les conséquences de son insolvabilité, alors que son propre vendeur le paierait peut-être sans difficulté ? Le règlement des Sucres a admis, pour remédier à ces inconvénients, que le réceptionnaire pourrait alors agir contre tous les endosseurs de la filière dans l'ordre descendant. Mais cette solution est juridiquement inexplicable : le premier endosseur était bien tenu de livrer à ces endosseurs subséquents de la filière ; mais eux, tout à l'inverse, n'étaient tenus envers lui que du paiement du prix ; comment donc peuvent-ils être actionnés pour le défaut de livraison de leur ayant cause ?

La situation n'était pas la même quand le réceptionnaire

non livré recourait contre son propre vendeur. En effet, en cas d'insolvabilité de celui-ci, le réceptionnaire disposait de l'action oblique de l'article 1166 pour se faire rembourser la somme non payée par tous les endosseurs antérieurs, dans l'ordre ascensionnel. Et d'ailleurs, quand bien même cette action, qui ne confère pas à celui qui l'exerce de droit de privilège sur la somme obtenue, n'aboutirait pas à faire payer le réceptionnaire, il est évidemment moins choquant que celui-ci se trouve en perte du fait d'un vendeur avec qui il avait personnellement contracté, que du fait d'un opérateur à terme avec lequel, seuls, les hasards d'une liquidation par filière lui créent un lien lointain.

Malgré sa simplicité apparente, le mode de recours admis par le règlement du marché des sucres est donc inacceptable.

Défaut du réceptionnaire.

Le défaut du réceptionnaire sera plus fréquent que celui du livreur (1). En effet le réceptionnaire n'est pas nécessairement un acheteur qui entend prendre livraison ; ce peut être aussi bien un acheteur qui avait en vue une revente, mais qui, surpris par la baisse, n'a pu mettre son intention à exécution, et se trouve hors d'état de solder son achat.

Cependant les règlements édictés par les commissions syndicales cherchent à rendre aussi rares que possible les cas où il faudra procéder à l'exécution du réceptionnaire.

(1) Cf. *suprà*, p. 192, note 1, les raisons pour lesquelles le défaut du livreur sera nécessairement rare.

Sans doute ils décident que la filière est arrêtée d'office sur l'acheteur à qui l'émetteur la transmet directement, lorsque cet acheteur n'a pas revendu et par suite ne peut donner un endos (1). Mais, lorsque la filière a déjà été endossée, les règlements prononcent au contraire que le dernier endosseur est, à moins de fournir immédiatement un nouvel endos, considéré d'office comme arrêteur, lorsque celui dont il a indiqué le nom refuse ou conteste l'endos (2). Il y a là une précaution efficace, prise pour éviter que la filière n'aboutisse en dernier lieu entre les mains d'un insolvable.

Tout acheteur qui arrête la filière ou sur qui elle est arrêtée d'office, est par là même tenu de prendre livraison et de payer son prix dans les quarante-huit heures (3). Des délais supplémentaires lui sont cependant accordés, lorsqu'il réclame une expertise de la marchandise. Remarquons que les marchandises mises en filière ont été déjà, préalablement à cette mise en filière, l'objet d'une première expertise. Il s'agit donc ici uniquement d'une expertise de conservation. Ce droit de réclamer l'expertise n'appartient du reste au

(1) Blés, art. 55 ; Farines, art. 60 ; Huiles, art. 25, al. 3 ; Alcools, art. 19, al. 1.

(2) Blés, art. 69 ; Farines, art. 70. Ces deux règlements parlent à la fois du refus d'endosser ou d'arrêter, et de l'impossibilité où le délégataire désigné pourrait être de le faire. Au contraire dans les règlements des Alcools, art. 19, al. 2, et des Huiles, art. 25, al. 4, il est uniquement question de l'endos irrégulier ou contesté.

(3) Blés, art. 59 ; Huiles, art. 13 ; Farines, art. 64 ; ce dernier règlement accorde deux jours supplémentaires après le paiement pour prendre livraison. Enfin le règlement des Alcools, art. 22 et 23, accorde 3 jours pour prendre livraison ; le livreur ne présentera sa facture que le quatrième jour.

réceptionnaire que pendant des délais très brefs, inférieurs à ceux à l'expiration desquels il doit avoir pris livraison (1).

Le livreur jouit d'un droit de rétention jusqu'au paiement du prix par le réceptionnaire. Ce droit, qui résulterait suffisamment des principes généraux de la vente, est expressément consacré par les règlements (2). La perte à laquelle est exposé le livreur sera donc, en principe, limitée à la différence possible entre le prix porté sur la facture d'arrêt et le prix qu'il pourra obtenir, en revendant, aux cours actuels, les marchandises mises en filière.

Qu'arriverait-il cependant, si le vendeur se dépouillait de ses marchandises sans exiger son paiement ? C'est sur lui seul que retomberaient alors les conséquences de sa négligence ; une pareille livraison serait faite à ses risques et périls. Il ne pourrait réclamer aux autres signataires de la filière plus qu'il n'aurait pu leur réclamer, s'il avait exercé son droit de rétention. Pour le principal de sa créance contre le réceptionnaire, c'est-à-dire pour le prix auquel les marchandises auraient pu être revendues en bourse, si elles n'avaient pas été livrées, il sera donc réduit à un recours contre le seul réceptionnaire, recours qui peut être illusoire. Même au cas où le réceptionnaire serait solvable, s'il ne risque pas de voir contester par les tribunaux le montant de sa réclamation, parce qu'il est constaté par une facture, il

(1) D'après les règlements des Blés, art. 58, al. 4, et des Farines, art. 63, al. 4, il doit être exercé avant 3 h. 1/2 le lendemain de l'arrêt de la filière. Le règlement des Huiles, art. 13, al. 2, accorde jusqu'à 4 heures le surlendemain de l'arrêt de la filière.

(2) Blés, art. 62 ; Farines, art. 65 ; Huiles, art. 10.

s'expose à voir accorder à son débiteur des délais pour l'exécution.

Mais il n'en saurait être de même, croyons-nous, pour la différence de bourse. Nous exposerons dans un instant dans quelles conditions le livreur peut réclamer cette différence successivement à tous les signataires de la filière. Pourquoi serait-il dépouillé ici de son droit d'action ? La situation des signataires de la filière n'a pas été, à ce point de vue, rendue plus défavorable par sa faute. Cependant, dans les usages de la place de Paris, le livreur peut réclamer l'indemnité qui lui est due sans recourir aux tribunaux, parce que cette indemnité résulte sans contestation possible de la différence entre le prix payé sur la facture d'arrêt et le prix obtenu en revendant effectivement les marchandises en bourse. Or, ici, les marchandises ont été livrées au réceptionnaire ; il ne peut donc être question de revente effective, et le quantum des dommages-intérêts ne peut être déterminé qu'abstraitemment. Par suite le livreur sera obligé d'agir devant les tribunaux, qui recouvreront leur pouvoir d'appréciation. Enfin les endosseurs actionnés par le livreur pourraient se refuser à payer, tant qu'il n'apporte pas la preuve de l'insolvabilité du réceptionnaire ; le livreur sera donc obligé d'abord de discuter les biens de ce dernier. Ainsi à tous points de vue sa situation devient singulièrement défavorable à la suite de sa négligence.

Pour laisser de côté désormais cette hypothèse, évidemment rare, occupons-nous des droits qui normalement appartiennent au livreur, lorsque le réceptionnaire refuse de lui payer le prix marqué sur la facture d'arrêt.

Le destinataire qui refuse de prendre livraison à l'expiration du délai de quarante-huit heures qui lui est imparti, « est immédiatement mis en demeure par courtier assermenté, à la requête tant du dernier endosseur que du créateur de la filière, avec déclaration que, faute d'exécution, il sera procédé, à ses risques et périls et par ministère de courtier assermenté, à la revente de la marchandise (1) ». Cette mise en demeure est suivie d'un affichage de la revente à effectuer le lendemain (2).

Lorsque la mise en demeure reste sans effets, les marchandises mises en filière sont revendues par courtier assermenté. Le courtier délivre dans les vingt-quatre heures une attestation de la revente à laquelle il a procédé, et cette attestation, accompagnée de la facture, est, dans un nouveau délai de vingt-quatre heures, présentée par le liquidateur, au nom du créateur de la filière, au réceptionnaire objet de l'exécution forcée. Si celui-ci paye, tout est dit ; sinon « l'attestation et la facture sont présentées aux cédants successifs, obligés dans l'ordre ascensionnel des endossements, et comme tels tenus de payer dans le cas où leurs cessionnaires ne l'auraient pas fait à présentation » (3).

Reprenons toute cette procédure organisée par la pratique, et voyons comment s'analysent juridiquement les opérations accomplies.

(1) Formule employée par le règlement des Blés, art. 10, et le règlement des Farines, art. 71.

(2) Blés, art. 70, al. 2 ; Farines, art. 71, al. 2.

(3) Formule employée par les règlements des Blés, art. 70, al. 3 et 4 ; des Farines, art. 71, al. 3 et 4 ; des Alcools, art. 24, al. 6.

Le premier acte du livreur, lorsqu'il n'a pas été payé bénévolement, est de mettre le réceptionnaire en demeure de s'exécuter. Nous n'avions rien trouvé de semblable au cas de défaut du livreur. La pratique est donc ici plus conforme aux règles générales du droit civil.

Si la mise en demeure reste sans effet, les marchandises sont, dès le lendemain, revendues par ministère de courtier assermenté. Il y a donc application d'un pacte comissoire tacite, dispensant de recours à la justice. Nous avons déjà exposé qu'on ne pouvait voir là une exécution, aux lieu et place du débiteur, des obligations qui lui incombent ; c'est un acte postérieur à la résolution du contrat, accompli par le vendeur pour son propre compte, et servant en outre à déterminer le montant de l'indemnité que, conformément aux usages de bourse, le destinataire s'est engagé à payer en cas de manquement à ses obligations (1).

Remarquons que le texte précité nous parle de mise en demeure à la requête « tant du dernier endosseur que du créateur de la filière ». Le réceptionnaire se trouve en effet, au jour de l'échéance, obligé en vertu d'un double contrat, tant vis-à-vis du créateur de la filière, à qui il a été délégué, que vis-à-vis de son propre vendeur, qui l'a délégué. Il est tenu en première ligne, en vertu de la délégation, de payer au porteur de la filière le prix qu'il avait promis à son propre vendeur ; il est tenu subsidiairement de payer à ce vendeur, à défaut d'exécution de cette première obligation,

(1) Cf. *suprà*, p. 153.

la différence entre ce prix et le prix obtenu par le livreur dans la revente effectuée le lendemain, conformément aux usages de bourse (1).

Lorsque le réceptionnaire n'exécute pas son obligation principale, il devient donc débiteur envers son propre vendeur de la différence de bourse. Mais, pour plus de simplicité, cette différence lui est d'abord réclamée par le livreur ; s'il la paye il est du même coup libéré envers son vendeur.

Le livreur à qui le réceptionnaire n'a pas payé la différence de revente recourra en première ligne contre le dernier endosseur ; en effet il n'a accepté le réceptionnaire comme débiteur que sous condition que celui-ci lui paierait le prix qui lui est dû. Si le réceptionnaire ne paye pas de son plein gré, le livreur ne saurait être contraint de recourir contre lui à des mesures de coercition ; après un dernier essai pour obtenir le paiement de la différence de revente, il se retourne pour le paiement de celle-ci contre le délégant ; cette différence qu'il lui réclame, c'est le montant de la clause pénale, tacitement acceptée conformément aux usages et aux règlements, pour le cas où le délégué n'exécute pas ses obligations lors de la délégation constatée par l'échange des factures.

La liquidation différentielle amiable, accomplie lors de la circulation de la filière, reste donc entière. La double série de délégations auxquelles il a été procédé, délégations

(1) Il ne s'agit plus du prix porté sur la facture d'arrêt, puisque la délégation a produit un effet novatoire.

au livreur pour le paiement du prix, délégations à chaque acheteur par son vendeur pour la livraison des marchandises, sont maintenues. Pourquoi du reste procéderait-on à une déliquidation ? Les différences, touchées ou payées par chacun des intermédiaires, en constituent-elles moins leur gain ou leur perte réelle, parce qu'au bout de la chaîne le dernier acheteur n'a pas exécuté ses obligations ? La liquidation différentielle amiable a rendu le livreur titulaire de la créance du dernier vendeur sur le réceptionnaire et de cette créance seule. C'est donc sur la base de cette créance que sera calculé le dommage subi par lui.

Du reste, jusqu'ici, seul, le dernier endosseur est touché par le défaut du réceptionnaire et par son refus de payer la différence dégagée contre lui ; il sera seul tenu au paiement de l'indemnité substituée par novation à sa dette primitive de prix. Le livreur ne sera pas en droit de recourir contre les précédents endosseurs, avec qui l'avait mis en rapports la circulation de la filière, tant qu'il ne se sera pas heurté à un refus de payer sa nouvelle facture de la part de ce dernier endosseur. Il serait tout à fait inadmissible en effet que le livreur pût aussitôt, par le seul fait du défaut du réceptionnaire, s'adresser à son propre acheteur ; celui-ci, comme tous les endosseurs intermédiaires, pourrait lui opposer la délégation à laquelle il a consenti sous réserve de paiement par le délégué ; or ce délégué, c'est l'endosseur suivant et non pas l'arrêteur de filière. Avant de remonter à un déléguant, le livreur devra donc avoir constaté le refus de paiement de celui que ce déléguant lui a

délégué. Mais, dès que ce refus lui a été opposé, la condition suspensive dont se trouvait affectée l'obligation d'indemnité, contractée par ce délégant au lieu et place de son obligation antérieure de payer le prix, est échue ; le livreur peut désormais réclamer au délégant le paiement de la différence dégagée par la revente en bourse, augmentée des frais et intérêts moratoires qui vont grossissant à chaque refus. S'il remonte ainsi à son propre acheteur, il n'aura désormais d'autre ressource que d'agir en justice pour obtenir un titre exécutoire sur les biens.

Tout n'est pas fini du reste lorsque le livreur a été payé. Celui qui lui a versé la différence dégagée par la revente en bourse a, contre son propre acheteur, un recours en remboursement de ce qu'il a dû payer à sa place. Chacun des cessionnaires auxquels le livreur fait successivement présenter sa facture, a donc très nettement intérêt à le payer. S'il ne le fait pas, la même facture lui sera représentée plus tard par son propre vendeur, grossie de nouveaux frais et de dommages-intérêts moratoires ; et, cette fois, son vendeur l'actionnera en justice pour obtenir le droit de procéder à une saisie sur ses biens.

A la succession des recours exercés par le livreur dans l'ordre ascensionnel des endossements, correspondra donc une série d'actions intentées, au contraire, dans l'ordre de ces endossements. Si l'un des signataires de la filière, étant insolvable, négligeait d'agir contre son propre acheteur, son vendeur pourrait exercer l'action à sa place en vertu de l'article 1166. La charge de l'indemnité à payer, grossie de

tous les frais accomplis, retombera donc en définitive sur le dernier endosseur, responsable d'avoir contracté avec un insolvable, sauf naturellement son recours contre le réceptonnaire, s'il espère pouvoir en obtenir paiement.

3. — Règlement différentiel forcé de contrats enregistrés par la caisse de liquidation.

A. — *Droits de la caisse de liquidation contre son client défaillant.*

La caisse de liquidation semble être, à l'égard de ceux dont elle enregistre les contrats, dans la même situation qu'un courtier vis-à-vis de ses clients. En général, elle aura enregistré avant l'échéance deux opérations inverses et les réglera différemment par simple application des principes de la compensation légale.

Mais lorsqu'une exécution effective devient nécessaire parce que le marché enregistré par la caisse n'a pas été suivi d'un contre-marché, nous avons vu que les obligations réciproques de la caisse et de son client s'exécutaient par transmission de filières. Si donc un client de la caisse venait à faire défaut à l'échéance, que ce soit du reste un vendeur qui ne lui transmette pas de filière, ou un acheteur qui refuse de prendre livraison, c'est conformément au droit de la filière que la caisse l'exécutera. Elle conclura une contre-opération aux risques et périls de l'opérateur en défaut et lui réclamera la différence de revente ou de rachat. Et nous n'aurions qu'à renvoyer aux développements que nous

avons consacré au règlement différentiel forcé dans la liquidation par filières, si les caisses de liquidation n'avaient organisé à leur profit un système de garanties qui nécessite certaines explications complémentaires.

Tout courtier peut exiger le dépôt d'une couverture avant de se charger d'un ordre ; il peut imposer également à son client l'obligation de lui verser un supplément de couverture, au cas où les variations des cours rendraient insuffisantes les sommes primitivement déposées, faute de quoi il liquidera différentiellement la position de ce client par contre-opération, sans attendre l'échéance. Mais il n'en sera ainsi que moyennant insertion d'une clause expresse dans le contrat de mandat.

Les caisses de liquidation, profitant de cette latitude laissée aux parties par le principe de la liberté des conventions, ont généralisé ces dispositions protectrices souvent employées par les courtiers.

Il y avait là pour elles une nécessité. Une de leurs raisons d'être est d'offrir aux contractants à terme une sécurité beaucoup plus complète que toute autre contre-partie qu'ils pourraient trouver à la bourse. Or cette sécurité ne provient pas tant de leur capital social que de la manière même dont sont conçues leurs opérations (1). Comme elles n'enregis-

(1) Indiquons ici rapidement d'autres précautions prises par les caisses de liquidation.

D'abord elles se réservent le droit de refuser l'enregistrement des contrats qui leur sont présentés, sans avoir à motiver leur refus. Par là elles peuvent écarter les spéculateurs de solvabilité douteuse.

En second lieu le conseil d'administration de la caisse fixe, pour

trent jamais un achat sans une vente correspondante, les fluctuations des cours ne peuvent leur nuire, pourvu qu'elles ne mettent pas certains de leurs clients dans l'impossibilité de s'acquitter envers elles. Si au contraire elles ne sont pas couvertes contre les défaillances de leurs contre-parties, l'organisation destinée à garantir leur solidité financière pêche par la base. L'insolvabilité simultanée d'un grand nombre de leurs clients pourrait les acculer à la faillite, et ce serait un singulier facteur de sécurité dans les transactions que l'intervention de ces caisses, exposées elles-mêmes à sombrer dans les époques de crise !

Les caisses de liquidation exigent donc, avant d'enregistrer un contrat, le versement, tant par le vendeur que par l'acheteur, d'une certaine somme à titre de couverture. Cette somme est désignée sous le nom d'*original-deposit* ; la caisse se réserve expressément le droit de se payer sur elle de la différence dont son client pourrait devenir débiteur, soit à la suite d'une contre-opération volontaire, soit à la suite d'une exécution en bourse. Si l'auteur de l'une des deux demandes d'enregistrement déposées simultanément à la caisse ne procède pas au versement de l'*original-deposit* qui lui est demandé pour sa part, l'enregistrement sera refusé même à celui qui s'est mis en règle ; c'est la con-

chacun des clients agréés par lui individuellement, un chiffre maximum que ne pourront dépasser ses engagements successifs. Les spéculations trop considérables sont rendues par là impossibles.

Mais ces clauses très sages des règlements, en diminuant les chances d'insolvabilité de clients de la caisse, ne rendent pas cependant cette insolvabilité impossible.

séquence nécessaire de l'obligation où la caisse va se trouver vis-à-vis de l'un de ses deux clients, même si l'autre faisait défaut.

Le montant de l'original-deposit est calculé sur les fluctuations possibles des cours. Il doit être suffisant pour couvrir la différence que dégagerait, à la charge de celui qui l'a versé, l'exécution en son lieu et place de l'obligation qui lui incombait. Or une très forte hausse ou une très forte baisse peuvent le rendre inférieur à cette différence éventuelle. Avant que la variation des cours ait risqué de rendre l'original-deposit insuffisant, la caisse de liquidation exigera le versement d'une somme supplémentaire appelée *marge*. Pour obliger l'opérateur à terme à ce versement, il n'y aura même pas besoin de le mettre en demeure ; cette mise en demeure résulte, en vertu des règlements de la caisse, du seul fait d'un écart dans les cours, supérieur à un certain chiffre. Faute par son client de verser cette marge dans un très court délai, la caisse liquide l'opération à ses dépens en exécutant une opération inverse de celle qu'elle a enregistrée ; cette contre-opération dégage une différence, dont la caisse se paye sur l'original-deposit.

Le règlement différentiel forcé peut donc être, dans les caisses de liquidation, antérieur à l'échéance.

Nous avons vu, d'autre part, que les caisses de liquidation rendaient possible une liquidation différentielle amiable avant l'échéance, dès l'instant où deux marchés inverses avaient été conclus par le même opérateur (1). Il va sans

(1) Cf. *suprà*, p. 133.

dire qu'en ce cas original-deposit et marges seraient immédiatement restitués à celui qui les a déposés. Mais il en sera de même, sans qu'il y ait liquidation effective, dès l'instant où la contre-opération aura été conclue, pour tout ce qui excède la différence dont l'auteur des deux opérations pourrait être débiteur. Les fluctuations ultérieures des cours sont en effet sans influence possible sur les résultats de sa spéculation.

Si nous nous reportons à l'analyse juridique que nous avons faite de l'exécution forcée en bourse (1), il nous faudra ici apporter une légère retouche aux indications que nous avons données. Ce droit d'exécution, que la caisse de liquidation se réserve, faute de versement des marges en temps suffisant, résulte bien encore d'un pacte commissoire conclu entre elle et son client. Mais le pacte commissoire est ici plus étendu, puisqu'il affecte non plus seulement l'obligation où se trouve le client de payer ou de livrer à l'échéance, mais aussi l'obligation accessoire de verser sans sommation entre les mains de la caisse des sommes toujours suffisantes pour assurer l'exécution du marché.

Pour le reste, cette exécution forcée par les caisses de liquidation s'explique par les mêmes principes que nous avons déjà exposés.

B. — *Exécution forcée contre la caisse de liquidation.*

Malgré l'organisation qui la met en principe à l'abri de toute perte, il pourrait arriver qu'une caisse de liquidation

(1) Cf. *suprà*, p. 151 et suiv.

se trouvât hors d'état de remplir les engagements qu'elle a pris vis-à-vis de ses clients.

Il suffit de supposer que la hausse ou la baisse des cours ait été trop rapide pour lui permettre d'exécuter un client avant d'être à découvert. La contre-opération à laquelle elle procédera la constituera alors en perte. L'insolvabilité simultanée d'un grand nombre de ses clients pourrait la rendre à son tour insolvable vis-à-vis de ceux qui ont profité des brusques fluctuations des cours.

L'insolvabilité de la caisse de liquidation pourra encore résulter d'irrégularités commises par ses administrateurs, qui auront spéculé avec les fonds qui leur étaient confiés, au lieu de les employer, comme ils le doivent, à escompter du papier de commerce.

Quels seront les droits du client de la caisse, lorsque celle-ci ne remplit pas ses engagements envers lui (1) ?

Si ce client a fait enregistrer deux opérations inverses, la compensation légale joue, comme si la caisse était solvable. Il est donc créancier d'une différence, pour le paiement de laquelle il agira contre la caisse par les voies de droit ordinaires. Une procédure de faillite sera du reste ouverte, dans laquelle il produira pour sa créance.

Mais lorsque ce client n'a fait enregistrer à la caisse qu'une opération, achat ou vente, pourra-t-il procéder con-

(1) Il lui faut refuser en tout cas toute action contre l'opérateur dont l'offre a été enregistrée par la caisse en même temps que la sienne. La solution n'est pas douteuse, même si nous admettons que les auteurs des deux offres inverses apportées à la caisse ont conclu entre eux un contrat, puisque les défenseurs de cette thèse admettent que l'enregistrement à la caisse vaut délégation parfaite. — Cf. *suprà*, p. 131, *in fine*.

tre cette caisse à un règlement différentiel forcé par rachat ou revente ? Sans doute, nous avons résolu la question par la négative dans les rapports d'un courtier défailant avec ses clients ; mais la situation se présente autrement ici, puisque toute opération enregistrée par la caisse doit être exécutée au moyen d'une filière, lorsqu'elle n'a pas été suivie d'une contre-opération. A notre avis il faudrait donc accorder aux clients de la caisse contre celle-ci les mêmes droits que nous avons reconnus à la caisse contre ses clients ; ce sont ceux qui appartiennent à tout acheteur ou à tout vendeur sur un marché où les livraisons doivent se faire par filières.

Nous n'insisterons pas davantage sur cette hypothèse qui ne s'est jamais jusqu'ici rencontrée en pratique.

Remarquons du reste que l'insolvabilité de la caisse de liquidation n'empêchera pas qu'elle n'ait eu le même nombre de vendeurs et d'acheteurs et aux mêmes conditions. Elle pourra donc toujours réendosser les filières qui lui sont présentées. Elle sera seulement hors d'état de payer la différence qui peut exister à sa charge, soit par le seul fait de la différence entre les cours auxquels ont contracté le vendeur qui lui présente une filière et l'acheteur à qui elle la réendosse, soit, à titre subsidiaire, à la suite de l'exécution en bourse de l'émetteur de filière par le réceptionnaire ou du réceptionnaire par l'émetteur de filière.

Or ces différences ne pourront être recouvrées contre elle que par les voies de droit habituelles ; et très probablement une procédure de faillite aura été ouverte, dans laquelle ses créanciers seront réduits à produire pour un dividende.

CONCLUSION

Notre but, en entreprenant cette étude, était de montrer que les procédés employés dans les bourses pour la liquidation des marchés à terme peuvent s'expliquer par la simple mise en œuvre du droit commun des obligations.

Les marchés à terme se présentent sous la forme de ventes ; or un contrat ne peut être qualifié de vente que si le vendeur est tenu de livrer la chose vendue et l'acheteur de payer le prix promis. Les modes de liquidation en usage dans les bourses peuvent-ils se concilier avec cette définition du contrat de vente ? Telle était la question à résoudre.

Dans les bourses de marchandises comme dans les bourses de valeurs, que nous considérons les spéculateurs en marchandises syndiqués ou les agents de change, que nous nous attaquions aux rapports de ces agents de change entre eux, ou aux rapports de chaque agent de change avec sa clientèle, partout la liquidation en bourse se poursuit suivant les mêmes errements : l'exécution intégrale des contrats conclus est l'exception, la liquidation différentielle, la règle.

C'est donc de la nature de cette différence que dépend le caractère réel ou fictif des marchés à terme de bourse.

Elle peut, suivant nous, se définir de la manière suivante : *La différence de bourse est le solde restant après compensation de deux valeurs inégales dont deux contractants à terme se trouvent, au jour de l'échéance, respectivement créanciers et débiteurs.* La liquidation simplifiée des ventes à terme conclues en bourse résulte donc essentiellement d'une application des règles de la compensation légale.

Comment cette compensation légale devient possible, grâce à des délégations préalables, chaque fois qu'un opérateur à terme a conclu deux marchés inverses sur la même échéance, même lorsqu'il y avait en des contre-parties différentes, c'est ce que nous avons longuement montré au cours de notre second chapitre ; nous n'y reviendrons pas ici.

Mais nous avons paru assigner une autre nature à la différence, en cas de règlement différentiel forcé. Nous y avons vu des dommages-intérêts, réclamés, après résolution d'un contrat synallagmatique, par celle des deux parties qui était en état d'exécuter à celle qui avait fait défaut.

Cette analyse de la différence, lorsqu'elle résulte d'une exécution en bourse, n'a en réalité rien d'inconciliable avec la définition générale que nous venons de donner.

Raisonnons, en effet, dans l'hypothèse où un vendeur à terme ne livrerait pas à l'échéance les choses vendues ; les arguments seraient les mêmes si c'était l'acheteur qui se refusait à payer le prix. L'acheteur, prêt pour sa part à exécuter, rachète en bourse les choses non livrées et réclame à son vendeur défaillant la différence entre le prix qu'il lui avait promis et le prix dû en vertu du rachat. Ce sont bien

là des dommages-intérêts ; mais comment sont-ils dégagés, sinon par compensation ? L'acheteur, obligé par la faute de son vendeur à conclure un nouvel achat, réclame à ce vendeur la somme qu'il a dû déboursier. Mais il n'était créancier de choses qu'en vertu d'un rapport synallagmatique et contre paiement d'un certain prix ; il fait donc entrer ce prix, dû par lui en vertu du premier contrat, en déduction des dommages-intérêts dont il demande le versement ; c'est-à-dire qu'il borne son recours à la différence apparue par la compensation de la somme dont il était créancier contre celle dont il était débiteur.

Que la différence soit réclamée à titre d'exécution effective du contrat ou à titre de dommages-intérêts, elle est donc bien dégagée de la même manière ; c'est le solde qui reste dû, conformément à l'article 1290 du Code civil, après compensation de deux dettes inégales jusqu'à concurrence de leurs quotités respectives.

La liquidation différentielle ne saurait donc fournir d'arguments juridiques à ceux qui désirent voir adopter une législation restrictive du marché à terme. Elle se poursuit suivant les règles générales établies par le droit civil pour l'extinction des obligations.

En principe, tout marché à terme s'exécute par livraison des choses vendues contre paiement du prix stipulé.

Il n'en est autrement que dans deux hypothèses :

En premier lieu, lorsque l'une des parties n'exécute pas à l'échéance ; le contrat est alors résolu, conformément aux

dispositions du code civil et le contractant en défaut est poursuivi en paiement de dommages-intérêts.

En second lieu, lorsqu'un opérateur a conclu deux marchés inverses sur la même échéance : conformément aux règles du Code civil, les dettes de choses sont alors compensées en totalité et les dettes de prix jusqu'à due concurrence.

Les procédés de liquidation des marchés à terme, employés dans les bourses, ne soulèvent donc, du point de vue du juriste, aucune critique.

Vu :

Le Président de la thèse,

E. PHALLER.

Vu :

Le Doyen,

P. CAUWÈS.

Vu et permis d'imprimer :

Le Vice-Recteur de l'Académie de Paris,

L. LIARD.

TABLE DES MATIÈRES

	Pages
AVANT-PROPOS.	VII
INTRODUCTION.	
I. — Le marché à terme dans les bourses de commerce et la spéculation. Rôle économique du marché à terme. — Le problème juridique : les marchés de bourse à terme sont-ils des ventes ? Leur règlement par paiement de différences : n'est-il pas la preuve du caractère fictif des opérations conclues ? — Les deux espèces d'opérations différentielles possibles. La différence peut être calculée abstraitement, ou résulter au contraire de la comparaison des prix stipulés dans deux contrats effectivement conclus. Les différences de bourse sont toujours de la deuxième catégorie.	1
II. — But de ce travail : montrer que la liquidation différentielle en usage dans les bourses résulte de l'application à l'exécution de contrats de ventes des règles générales posées par le Code civil pour l'extinction des obligations. Plan	16
CHAPITRE PREMIER. — Des contrats à terme conclus en bourse envisagés en eux-mêmes, indépendamment de la manière dont ils sont exécutés.	
§ 1. — <i>Du contrat à terme conclu par un opérateur qui n'est pas engagé dans les liens d'un contrat antérieur inverse. Ses caractères. Est-il possible d'y voir un pari ?</i>	21
I. — <i>Contrats à terme conclus par mandataires.</i> — Contrats de bourse qui ne peuvent être conclus que par intermédiaires : examen de la manière dont sont conclus les marchés sur valeurs admises à la cote officielle. — Arguments invoqués contre leur validité. — α. Argument tiré de l'intention des	

parties. Critique. — β . Argument tiré de l'impossibilité où seraient les parties d'exécuter effectivement. Critique. — Impossibilités auxquelles conduit l'idée d'un pari. Elle est inadmissible dans les rapports des clients des agents de change entre eux et dans les rapports de chaque donneur d'ordre avec son agent de change	22
II. — <i>Contrats à terme conclus sans intermédiaires.</i> — Comment sont conclus les marchés à la Bourse du Commerce de Paris. Impossibilités auxquelles se heurte ici aussi l'idée de jeu.	39
§ 2. — <i>De la contre-opération conclue par l'opérateur qui désire procéder à une liquidation différentielle.</i> C'est d'elle que date la possibilité de la liquidation différentielle. Mais rien, dans la manière dont elle est conclue, n'indique qu'elle fait suite à une opération inverse. — Conclusion	43
CHAPITRE II. — Du règlement différentiel aimable dans les bourses de commerce.	
SECTION I. — GÉNÉRALITÉS. PRINCIPES SUR LESQUELS REPOSE CETTE LIQUIDATION DIFFÉRENTIELLE AMIABLE . .	47
§ 1. — <i>Comment le règlement différentiel peut résulter de l'application des règles de la compensation légale.</i> L'organisation des bourses multiplie les occasions où la compensation légale s'appliquera. Fongibilité des choses négociées ; exigibilité sur le même terme. Conclusion fréquente des deux marchés inverses entre les mêmes contre-parties ; utilité à ce point de vue du rôle des intermédiaires.	48
§ 2. — <i>Cas où la compensation légale suppose emploi préalable de la délégation.</i> La délégation permet de mettre en rapports les mêmes contractants comme titulaires de créances inverses. .	60
SECTION II. — DU RÈGLEMENT DIFFÉRENTIEL AMIABLE DANS LES BOURSES DE VALEURS.	62

§ 1. — *Liquidation individuelle entre l'agent de change et chacun de ses clients.*

Liquidation des marchés réalisés par l'agent de change à la corbeille et liquidation des marchés par application 63

§ 2. — *Liquidation centrale entre agents de change.*

Description du mécanisme de cette liquidation. Liquidation séparée pour les titres et pour les prix. Etablissement par chaque agent de change de soldes élémentaires et de soldes globaux. Livraisons et paiements. Rôle de la chambre syndicale. — Analyse juridique des opérations accomplies. Compensations préalables. Puis délégations d'agent à agent groupées dans une compensation globale. — Comparaison avec les opérations des chambres de compensation 67

§ 3. — *Liquidation des ordres inverses donnés par un même client à des agents de change différents.*

Double face de cette liquidation. Son fonctionnement pratique. La contre-opération fictive conclue au cours de compensation. Calcul des différences par rapport à ce cours de compensation. — Analyse juridique. Double série de délégations d'une part dans les rapports des deux agents de change avec leur donneur d'ordre commun, de l'autre dans la liquidation des marchés conclus à la corbeille. — Critique de la pratique suivie dans les bourses et de l'emploi du cours de compensation 83

§ 4. — *Liquidation différentielle amiable dans le marché libre* 98

SECTION III. — DU RÈGLEMENT DIFFÉRENTIEL AMIABLE DANS LES BOURSES DE MARCHANDISES. 100

§ 1. — *Liquidation entre courtiers en marchandises et clients.*

Liquidation différentielle par application des règles de la compensation légale. — Possibilité de liquidation différentielle des opérations inverses confiées à des courtiers différents. 101

§ 2. — *Liquidation entre adhérents au marché du terme. — Des filières* 107

- I. — Liquidation par filières. Position des différents opérateurs au moment de l'échéance. Ce qu'est la filière. Comment elle circule, — Analyse juridique des opérations accomplies. Double série de délégations mettant en présence, pour l'exécution effective, l'émetteur et l'arrêteur de filière. — Questions accessoires. *a)*. La liquidation par filières est-elle obligatoire ? — *b)* Que la succession des endos apposés sur la filière ne respecte pas l'ordre dans lequel les contrats ont été conclus 108
- II. — Liquidation simplifiée par la formation de rings. Circonstances de fait nécessaires. La formation d'un ring aboutit à l'extinction par confusion des obligations de livraison et de paiement 126

§ 3. — *Des caisses de liquidation.*

- Leur but. Comment leur intervention simplifie la liquidation des marchés à terme sur marchandises. Possibilité de liquidation anticipée. — Nature juridique de l'enregistrement par la caisse de liquidation. Y avait-il un contrat antérieur dont cet enregistrement entraînerait novation ? Intérêts de la question. Solution négative. — L'enregistrement par la caisse de liquidation enlève-t-il aux marchés de bourse leur caractère de ventes réelles ? Possibilité d'exécution effective des rentes enregistrées par la caisse. Comment il sera procédé à cette exécution. 129

CHAPITRE III. — **Du règlement différentiel forcé**

SECTION I. — PRINCIPES GÉNÉRAUX DE CETTE LIQUIDATION DIFFÉRENTIELLE FORCÉE.

Différentes positions que peut occuper à l'échéance celui qui a contracté à terme en bourse. Cas où il y aura exécution en bourse et règlement différentiel forcé. Comment est dégagée ici la différence. — Nature juridique de cette exécution forcée : il y a résolution du contrat, conclusion d'une nouvelle opération et action en dommages intérêts. Pourquoi le contrat est résolu sans recours à la justice ; l'article 1657 du Code civil.

Les tribunaux ne peuvent réduire le montant des dommages-intérêts parce qu'ils ont fait l'objet d'une clause pénale. — Comparaison avec la vente à échéance de rigueur du droit allemand	147
SECTION II. — DU RÈGLEMENT DIFFÉRENTIEL FORCÉ DANS LES BOURSES DE VALEURS.	160
§ 1. — <i>Du règlement différentiel forcé contre le donneur d'ordre défaillant.</i>	
Droits de l'agent de change en vertu du décret de 1890. Ce décret ne fait qu'appliquer les principes généraux que nous avons posés	161
§ 2. — <i>Des droits du donneur d'ordre lorsque son agent de change n'exécute pas ses obligations.</i>	
Motifs de cette insolvabilité. Règles du décret de 1890 et du décret de 1898. — La solidarité obligatoire des agents de change. Sa nature réelle.	166
§ 3. — <i>De la liquidation des marchés de corbeille contre l'agent de change défaillant.</i>	
Dispositions du règlement des agents de change	175
§ 4. — <i>Liquidation forcée des marchés de Coulisse.</i>	
A. — Liquidation forcée dans les rapports des coulissiers avec leurs clients. — Droits du coulissier : ils sont identiques à ceux de l'agent de change. — Droits du donneur d'ordre : pourquoi il faut lui refuser le droit d'exécuter son mandant par contre-opération. . . .	177
B. — Liquidation forcée dans les rapports des coulissiers entre eux.	181
SECTION III. — DU RÈGLEMENT DIFFÉRENTIEL FORCÉ DANS LES BOURSES DE MARCHANDISES.	
§ 1. — <i>Règlement différentiel forcé entre courtiers en opérations à terme et clients.</i>	182
I. — Défaut d'exécution de la part du donneur d'ordre. Nécessité où se trouve l'intermédiaire de conclure une contre-opération ; il réclame la différence à son mandant	183
II. — Défaut d'exécution de la part du courtier. Pas d'exécution en bourse, mais révocation possible du	

mandat, suivie d'action en dommages-intérêts ; donc pas de liquidation différentielle.	186
§ 2. — <i>Règlement différentiel forcé dans la liquidation par filères</i>	190
A. — Défaut du livreur. Procédure suivie en pratique. La liquidation différentielle amiable antérieure est res- pectée. Le rachat en bourse détermine le montant des dommages-intérêts à réclamer à tous les endosseurs dans l'ordre ascendant des délégations.	191
B. — Défaut du réceptionnaire. Droit de rétention du livreur. Procédure suivie en pratique. Revente des marchandises dont il n'a pas été pris livraison. Contre qui le livreur recourt en paiement de la différence de revente	202
§ 3. — <i>Règlement différentiel forcé de contrats enregistrés par les caisses de liquidation.</i>	
A. — Droits de la caisse de liquidation contre son client défaillant. Renvoi aux règles de l'exécution forcée dans la liquidation par filières. — Système de garanties établi par la caisse de liquidation. Original-deposit et marges. Exécution forcée avant l'échéance.	211
B. — Exécution forcée contre la caisse de liquidation. Limites de l'insolvabilité de la caisse	215

CONCLUSION.

Nature de la différence de bourse. Toute la liquidation diffé- rentielle dans les bourses peut s'expliquer par l'application des principes généraux de la théorie des obligations . . .	219
---	-----

Imp. J. Thevenot, Saint-Dizier (Haute-Marne)